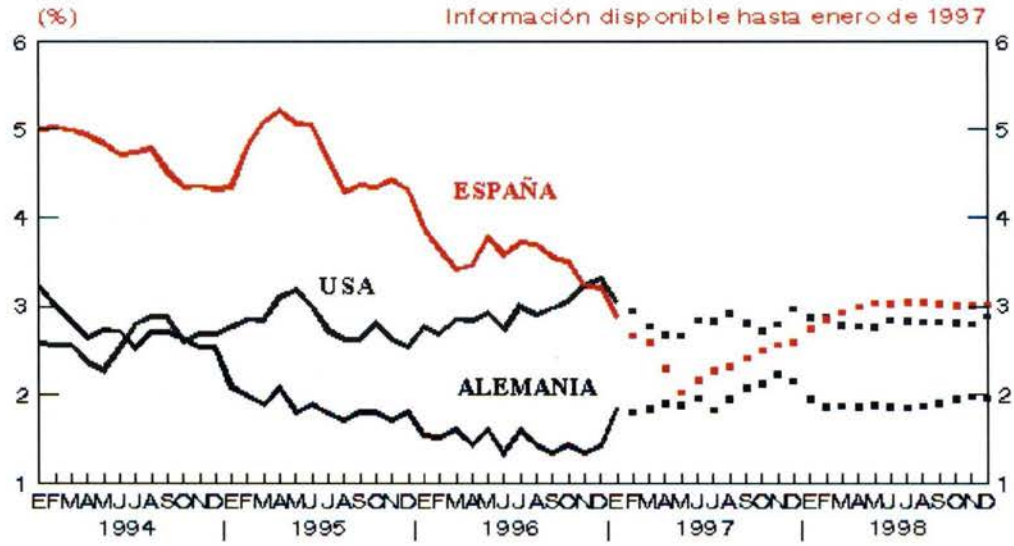
BOLETIN
IPC
DE ANALISIS MACROECONOMICO
Director: Antoni Espasa

Nº 29 FEBRERO 1997

LA RECUPERACIÓN ECONÓMICA DE 1997 Y 1998 APARECE CON UNAS EXPECTATIVAS DE INFLACIÓN MUCHO MÁS PRÓXIMAS AL 3% QUE AL 2%

Crecimiento anual acumulado del Indice de Precios al Consumo General para España, Alemania y Estados Unidos



Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico
Instituto Flores de Lemus de Estudios Avanzados en Economia
UNIVERSIDAD CARLOS III

Price Waterhouse

Depósito Legal: M22 938 - 1995

© Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico

BOLETIN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO

BOLETIN IPC EN INTERNET: El BOLETIN IPC está disponible a través de Internet a la dirección "http://home.smra.com/espasa/". Para acceder a la información en este formato se requiere el browser Netscape Navigator 2.0 y conocer la clave de acceso. Esta clave se distribuye por suscripción llamando a la Srta. Edita Pereira, tfno:6249889. En caso de no disponer del browser mencionado al entrar en nuestra dirección de Internet se le ofrece la posibilidad de instalar dicho browser en su ordenador desde las páginas del Netscape. La publicación del BOLETIN IPC en Internet responde a la oportunidad de presentar la información de la forma más eficiente posible que ofrece la nueva tecnología de Internet.

Indice

I. Evaluación de los datos del IPC correspondientes a enero de 1997 . . . . . pg. 5

II. Oscilaciones en la inflación, los IPC armonizados y objetivos para 1997 y 1998 . . . . . pg. 7

III. La política monetaria en 1997 . . . .pg. 19

VI. PREDICCIONES MACROECONÓMICAS . . . . . pg. 21

SPANISH INFLATION REPORT . . . . . pg. 33

TEMA A DEBATE
Autor: Blas Calzada. "El año 1997 desde la perspectiva financiera" . . . . . pg. 38

TRABAJOS DE INVESTIGACIÓN DE INTERÉS PARA LOS ANALISTAS DE LA COYUNTURA ECONÓMICA . . . . . pg. 43

CONSEJO EDITORIAL:
Michele Boldrin, Carlos Escribano, Antoni Espasa y Juan Urrutia

RESUMEN

El crecimiento mensual correspondiente al mes de enero en el IPC agregado y en todos sus componentes básicos ha estado muy próximo a lo previsto en el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO del mes pasado. En consecuencia, en los datos de enero no hay ninguna novedad de interés y a partir de ellos no se generan cambios en las expectativas de inflación para 1997 y 1998 que ya se tenían en el mes anterior.

El crecimiento mensual previsto para el IPC correspondiente a febrero es de 0.06% y se compone de un crecimiento del 0.23% en el IPSEBENE, del 0.20 en los precios de la energía y de una caída del 1.22% en los precios de los alimentos no elaborados.

El crecimiento anual del IPC a lo largo de 1997 no superará el 3% y, en consecuencia, se cumplirá con el objetivo del Banco de España para este año. El objetivo de Maastricht se evaluará sobre el crecimiento anual medio del IPC armonizado que Eurostat empezará a publicar en marzo de 1997 con enero como primer mes de referencia. Como aproximación a este índice durante 1996

Las predicciones de este informe han sido realizadas con la colaboración de Fernando Lorenzo, Edita Pereira y Eva Senra. La composición e impresión ha sido realizada por Price Waterhouse.

Resumen (Continuación)

Eurostat ha publicado los IPC transitorios, que excluyen de los IPC habituales ciertos componentes para lograr mayor homogeneidad entre países. Analizando los IPC habituales y transitorios de los diferentes países europeos se concluye que el objetivo de Maastricht no se endurece al calcularse sobre los IPC transitorios en vez de sobre los IPC habituales. Por otra parte, es previsible que los países con menor inflación media en 1997 sean Suecia (1.2%), Luxemburgo (1.4%) y Francia (1.6%) y, en tal caso, el criterio de convergencia consistiría en no superar el 2.9% de inflación.

El IPC armonizado español se construirá a partir del IPC habitual eliminando ciertos precios. Estos serán algunos de los que han sido eliminados en el IPC transitorio, pero no necesariamente todos. De los precios candidatos a ser eliminados, los referentes al seguro del automóvil están registrando y se prevé que mantengan tasas de variación inferiores a las del IPC, pero sobre los demás se prevé que evolucionen con tasas similares o superiores. En conclusión, no es previsible que la medición del cumplimiento del objetivo de Maastricht mediante el IPC armonizado perjudique al caso español. El crecimiento anual medio del IPC armonizado español en 1997 se puede situar en el entorno al 2.3%, con lo que es altamente probable que se cumpla con el objetivo de Maastricht.

Las previsiones anteriores no reflejan de forma adecuada la evolución inflacionista española, pues el IPC alcanzará tasas próximas al 2% a principios del verano de 1997 y tenderá al 2.6% en diciembre y a un 3% en la media de 1998. Este comportamiento oscilante del IPC está muy relacionado con el perfil previsto para los precios de los alimentos no elaborados, aceite y energía. Asimismo, la evolución hacia el 3% en 1998 viene determinada principalmente por dos factores. Uno es el hecho de que los precios de los servicios tienden a estabilizarse sobre el 3.6-3.8%, rango en el que se encuentra su tasa anual actual. El otro factor se refiere a la evolución de los precios de las manufacturas que previsiblemente oscilarán desde el 2.3% en el primer semestre de 1997 al 2.85% en la media de 1998. Esta evolución de los precios es compatible con una recuperación del consumo privado que en este informe se estima que irá desde una tasa de crecimiento del 1.9% (en cifras definitivas, no necesariamente en las provisionales que se publicarán en marzo) en 1996 al 2.6 y 3% en 1997 y 1998, respectivamente.

La realización de las predicciones anteriores implicaría que en 1998 no se cumpliría con el objetivo del Banco de España (2%) y no se convergería con la mayoría de los principales países europeos (1.9-2.5%), pero se alcanzaría una tasa de inflación similar a la de EE.UU (gráfico de portada) y algo inferior a la del Reino Unido, que podría situarse sobre el 3.5%.

Ante este escenario el Banco de España tenderá a mantener su diferencial de tipos de interés con el Bundesbank. No obstante, las predicciones actuales para 1998 son compatibles con una convergencia con Europa por debajo del 2.5% en 1999 y si los mercados financieros lo asumiesen así no penalizarían mucho las perspectivas descritas para 1998. En ese marco podría repetirse algún episodio de tensión hacia una apreciación de la peseta que dispusiese

al Banco de España a una pequeña bajada (25 puntos básicos) de tipos de interés. Dado que las consecuencias de incumplir el objetivo de 1998 son menos nefastas que las de incumplir el de 1997 el banco emisor asumiría un mayor riesgo y realizaría, en dichas condiciones en los mercados de divisas, tal reducción de tipos. Pero en ausencia de presiones cambiarias el Banco de España ya ha demostrado su firme decisión de arriesgar lo menos posible el cumplimento del objetivo mencionado para 1998.

26 de febrero de 1997

I. EVALUACIÓN DE LOS DATOS DEL IPC CORRESPONDIENTES A ENERO DE 1997

En el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO del mes pasado se señalaba que la predicción de los precios del transporte y de alimentos no elaborados para el mes de enero se presentaba especialmente compleja, ya que en los primeros se habían producido acuerdos para congelar ciertas tarifas en el transporte interurbano y en los segundos había que captar adecuadamente el proceso de descenso de los precios de la carne, el impacto estacional -previsiblemente inferior al de 1996- en los precios del pescado y la subida por causas meteorológicas de los precios de las legumbres y hortalizas frescas. En las páginas 7 a 10 y 21 a 23 se discutía cómo se había abordado el problema de predicción planteado. Los datos que se han publicado referentes al mes de enero confirman que las realizaciones en los precios de los alimentos no elaborados han estado en bastante acuerdo con las predicciones, pero en el precio global de los transportes no se ha producido tan siquiera el ligero efecto moderador que se había previsto para enero.

El crecimiento mensual del IPC en enero (0.29%) ha coincidido prácticamente con la predicción (0.32%).

Esta buena aproximación en la predicción de los precios de alimentos no elaborados ha contribuído a que el crecimiento mensual observado para el IPC, 0,29%, coincidiese prácticamente con lo previsto, 0,32% (cuadro 1). Además, los componentes básicos del IPC han tenido también un comportamiento muy próximo a las expectativas estimadas en el BOLETÍN anterior. Así, el índice de precios al consumo de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) creció un 0,24% frente a una predicción de 0,33%. Produciéndose el mayor error en los precios de los alimentos elaborados que registraron una caída (0,29%) mayor que la prevista (0,09%). Este error se ha debido exclusivamente al comportamiento del índice de precios al consumo de los aceites y de las grasas (ACEGRA), para el que se había previsto una caída del 3,27% y ésta ha sido más intensa: el 5,55%. Como se viene señalando en informes anteriores, la magnitud global de descenso del índice ACEGRA en 1997 es posible que se acabe estimando razonablemente bien, pero su distribución temporal a lo largo del año se presenta más compleja. En consecuencia, esta discrepancia observada

En el índice de precios al consumo de los servicios y de los bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE) el crecimiento observado (0.24%) ha estado muy próximo a lo previsto (0.33%) y esto ha sido también así en todos sus componentes básicos.

Cuadro 1

Componente innovador (errores de predicción) en los datos de precios

Indices de Precios al Consumo (IPC)	*Crecimiento observado en el mes de enero*	*Predicciones con información hasta diciembre*	*Intervalos de confianza(*)*
(1) AE (17,47%)	*-0.29*	*-0.09*	*± 0,22%*
(2) MAN (32,88%)	*0.19*	*0.25*	*± 0,18%*
BENE [1+2] (50,35%)	*0.02*	*0.13*	
(3) SERV(30,64%)	*0.59*	*0.64*	*± 0,21%*
IPSEBENE [1+2+3] (80,99%)	*0.24*	*0.33*	
(4) ANE (11,88%)	*0.90*	*0.59*	*± 1,26%*
IPCNE [1+2+3+4] (92,88%)	*0.32*	*0.36*	
(5) ENE (7,12%)	*-0.09*	*-0.20*	
IPC [1+2+3+4+5] (100%)	*0.29*	*0.32*	*± 0,15%*

(*) Al 80% de significación.

COMPONENTES BASICOS	*AGREGADOS SOBRE LOS COMPONENTES BASICOS*		
(1) AE (Precios al consumo de alimentos elaborados; 17,47%) *(2) MAN (Precios al consumo de manufacturas; 32,88%)*	*BENE (Precios al consumo de bienes elaborados no energéticos; 50.35%)*	*IPSEBENE (Precios al consumo de servicios y bienes elaborados no energéticos; 80.99%)*	*IPC(R) (IPC reducido en el que se excluye los precios de los alimentos no elaborados; 88.12%)*
(3) SERV (Precios al consumo de servicios; 30,64%) *(4) ENE (Precios al consumo de bienes energéticos; 7,12%)* *(5) ANE (Precios al consumo de alimentos no elaborados; 11,88%)*			

IPC = 0,1747 AE + 0,3288 MAN + 0,3064 SERV + 0,0712 ENE + 0,1188 ANE

Fuente: INE y elaboración propia
Fecha de elaboración: 13 de febrero de 1997.

en enero en el índice ACEGRA tiene solamente efectos transitorios en la evolución durante 1997 y 1998 del índice global de precios al consumo.

En los otros componentes del IPSEBENE, los precios de los servicios (SERV) registraron un crecimiento mensual (0,59%) muy próximo a la cifra prevista (0,64%), siendo ello consecuencia de errores de predicción al alza en los transportes y a la baja en hostelería, restaurantes y similares, educación y esparcimiento; los precios de las manufacturas (MAN) subieron un 0,19% frente a una predicción de 0,25%, con evoluciones muy próximas a lo esperado en todos los grupos, si bien los precios de los automóviles han evolucionado ligeramente por encima de lo previsto y los de menaje y calzado por debajo.

En los precios de la energía (ENE) se combinó la bajada del 1% en las tarifas eléctricas domésticas con la subida de un 0,3% en los carburantes y combustibles, con lo que el índice ENE registró un descenso de 0,09% frente a una previsión de caída del 0,20%. Finalmente, los alimentos no elaborados (ANE) crecieron (0,90%) algo más de lo esperado (0,59%), con comportamientos superiores a lo previsto en todos los grandes grupos excepto en las patatas.

En consecuencia, en los datos de los precios al consumo de enero no hay ninguna novedad de interés y a partir de ellos no se generan cambios en las expectativas de inflación que para 1997 y 1998 se estimaban el mes pasado.

En conclusión se tiene que en los datos del IPC de enero no hay ninguna novedad de interés, habiéndose comportado el agregado exactamente según la predicción, con una evolución por componentes bastante aproximada a lo esperado en cada uno de ellos. En consecuencia, los datos de enero no cambian básicamente las expectativas formadas a partir de las predicciones realizadas el mes anterior. No obstante, en las secciones siguientes se comentan las nuevas predicciones a partir de los datos correspondientes a enero y se analiza el comportamiento previsible del Banco de España en los próximos meses.

El crecimiento mensual previsto para el IPC correspondiente a febrero es de 0.06% y se compone de un crecimiento del 0.23% en el IPSEBENE, del 0.20 en los precios de la energía y de una caída del 1.22% en los precios de los alimentos no elaborados.

II. OSCILACIONES EN LA INFLACIÓN, LOS IPC ARMONIZADOS Y OBJETIVOS PARA 1997 Y 1998.

La tasa de crecimiento mensual previsto para el IPC corespondiente al mes de febrero es de 0,06% (Cuadro 3). Este valor bajo en dicha tasa se corresponde al momento estacional de los precios de los de los alimentos

no elaborados para los qu se predice una caída del 1,22% (Cuadro 3 extendido del apéndice). En el resto de los precios se predicen unas tasas de crecimiento del 0,20% en el índice de la energía y del 0,23% en el IPSEBENE. El valor de esta última tasa es de un orden de magnitud apreciablemente inferior al correspondiente valor del año pasado (0,56%) debido al componente de bienes elaborados no energéticos (BENE). Para este índice se prevé un crecimiento mensual en febrero del 0,03%, cuando el año anterior fue de 0,61%. La caída de los precios del aceite en 1997 frente a la fuerte subida que registraban en 1996 es en gran parte responsable de la discrepancia entre el crecimiento previsto para el índice BENE en febrero de 1997 y lo ocurrido en 1996.

El crecimiento anual del IPC a lo largo de 1997 no superará el 3% y se cumplirá con el objetivo del Banco de España para este año.

Con los nuevos datos de precios al consumo se predice (véase cuadro 2) una tasa de crecimiento acumulado anual de 2,59% en diciembre de 1997 en el IPC. El crecimiento anual medio en el año se estima en 2,43% y, como se viene diciendo en los últimos meses, desde enero de 1997 y a lo largo de todos los meses del año el crecimiento anual no superará el 3% (véase gráfico 1), cumpliéndose el objetivo de inflación que para este año estableció en su momento el Banco de España.

El cumplimiento del objetivo de Maastricht se medirá sobre el crecimiento anual medio del IPC armonizado que empezará a publicar Eurostat en marzo de 1997.

El objetivo de Maastricht se evaluará sobre el crecimiento anual medio del IPC armonizado que empezará a publicarse en marzo de 1997 con datos sobre enero de este año como primer mes de referencia. Una aproximación al IPC armonizado la constituye el IPC transitorio (véase BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO nº 17, pgs. 18-20 y nº 26, pgs 10-17 y 20-21) que se ha venido publicando por Eurostat a lo largo de 1996. Los IPC transitorios de los diferentes países europeos se definen a partir de los IPC habituales eliminando en cada país ciertos precios para que los índices resultantes -IPC transitorios- sean más homogéneos entre sí.

El IPC transitorio español no se puede construir con exactitud a partir de la información que publica el INE sobre precios al consumo, pero se puede aproximar razonablemente bien, tal como se explicó en los boletines anteriores mencionados. Así, en los últimos meses en el

indicador retrasado(*)

Cuadro 2

CRECIMIENTOS ANUALES DEL IPC (1)

Crecimientos de un mes sobre el mismo mes del año anterior (T_{12}^{1})

	Tasa	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Med97/ Med96(2)	Med98/ Med97(3)
IPSEBENE* (Servicios y bienes elaborados no energéticos sin el componente de Aceites y Grasas) (79,89%)	1996	3.82	3.79	3.76	3.50	3.37	3.28	3.23	3.29	3.15	2.96	2.91	2.99		
	1997	2.94	2.81	2.72	2.71	2.78	2.78	2.81	2.72	2.80	2.87	2.90	2.76	2.80	2.98
	1998	2.87	2.90	2.92	2.93	2.95	2.97	3.00	3.03	3.04	3.06	3.07	3.07		
IPSEBENE (Servicios y bienes elaborados no energéticos) (80,99%)	1996	4.27	4.23	4.20	3.91	3.74	3.61	3.54	3.58	3.41	3.18	3.08	3.04		
	1997	2.82	2.48	2.29	2.24	2.31	2.31	2.36	2.29	2.38	2.45	2.48	2.42	2.40	2.96
	1998	2.64	2.78	2.86	2.90	2.94	2.97	3.01	3.04	3.06	3.07	3.10	3.11		
IPC (Indice de precios general) (100%)	1996	3.88	3.66	3.42	3.46	3.78	3.59	3.72	3.71	3.56	3.51	3.24	3.21		
	1997	2.88	2.67	2.59	2.29	2.01	2.16	2.26	2.31	2.41	2.49	2.56	2.59	2.43	2.97
	1998	2.74	2.85	2.93	2.99	3.03	3.02	3.04	3.04	3.02	3.00	3.00	3.01		
IPC Transitorio	1996	3.87	3.60	3.34	3.41	3.77	3.58	3.73	3.72	3.57	3.50	3.17	3.14		
	1997	2.72	2.48	2.40	2.05	1.68	1.82	1.90	1.96	2.08	2.17	2.27	2.32	2.15	2.72
	1998	2.47	2.59	2.67	2.74	2.79	2.78	2.79	2.79	2.77	2.75	2.75	2.77		

* La tasa T_{12}^{1} normalmente refleja los cambios fundamentales en el crecimiento de los precios con seis meses de retraso respecto a los crecimientos mensuales, por lo que es necesario analizar sus predicciones para evaluar el momento inflacionista presente.

(1) A partir de febrero de 1997 los datos son predicciones; (2) Crecimiento del nivel medio de 1997 sobre 1996; (4) Crecimiento del nivel medio de 1998 sobre el nivel medio de 1997

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid).
Fecha de elaboración: 13 de febrero de 1997

IPC

Cuadro 3

CRECIMIENTOS MENSUALES DEL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMO [1]

Concepto (*)		*E*	*F*	*M*	*A*	*M*	*J*	*J*	*A*	*S*	*O*	*N*	*D*	*DIC97 DIC96(2)*	*DIC98 DIC97(3)*
IPSEBENE (Servicios y bienes elaborados no energéticos sin el componente de Aceites y Grasas) (79.89%)*	*1996*	*0.41*	*0.46*	*0.41*	*0.30*	*0.14*	*0.18*	*0.15*	*0.21*	*0.17*	*0.15*	*0.04*	*0.33*		
	1997	*0.36*	*0.33*	*0.32*	*0.29*	*0.22*	*0.17*	*0.18*	*0.12*	*0.24*	*0.22*	*0.06*	*0.19*	*2.76*	*3.07*
	1998	*0.46*	*0.37*	*0.34*	*0.30*	*0.24*	*0.19*	*0.20*	*0.15*	*0.26*	*0.23*	*0.08*	*0.20*		
IPSEBENE (Servicios y bienes elaborados no energéticos) (80.99%)	*1996*	*0.46*	*0.56*	*0.45*	*0.31*	*0.14*	*0.16*	*0.13*	*0.19*	*0.16*	*0.16*	*0.02*	*0.26*		
	1997	*0.24*	*0.23*	*0.26*	*0.26*	*0.21*	*0.17*	*0.18*	*0.13*	*0.24*	*0.22*	*0.06*	*0.19*	*2.42*	*3.11*
	1998	*0.46*	*0.37*	*0.34*	*0.30*	*0.25*	*0.20*	*0.21*	*0.16*	*0.26*	*0.24*	*0.08*	*0.20*		
IPC GENERAL (100%)	*1996*	*0.62*	*0.27*	*0.36*	*0.57*	*0.34*	*-0.08*	*0.14*	*0.28*	*0.24*	*0.14*	*0.01*	*0.30*		
	1997	*0.29*	*0.06*	*0.28*	*0.27*	*0.07*	*0.07*	*0.23*	*0.33*	*0.34*	*0.21*	*0.08*	*0.33*	*2.60*	*3.01*
	1998	*0.43*	*0.17*	*0.36*	*0.32*	*0.11*	*0.06*	*0.24*	*0.33*	*0.33*	*0.19*	*0.08*	*0.34*		
IPC Transitorio	*1996*	*0.71*	*0.24*	*0.28*	*0.57*	*0.36*	*-0.12*	*0.12*	*0.28*	*0.22*	*0.12*	*0.05*	*0.26*		
	1997	*0.30*	*-0.00*	*0.21*	*0.22*	*-0.01*	*0.02*	*0.20*	*0.34*	*0.35*	*0.20*	*0.15*	*0.31*	*2.32*	*2.77*
	1998	*0.45*	*0.12*	*0.29*	*0.29*	*0.04*	*0.01*	*0.21*	*0.34*	*0.33*	*0.18*	*0.16*	*0.32*		

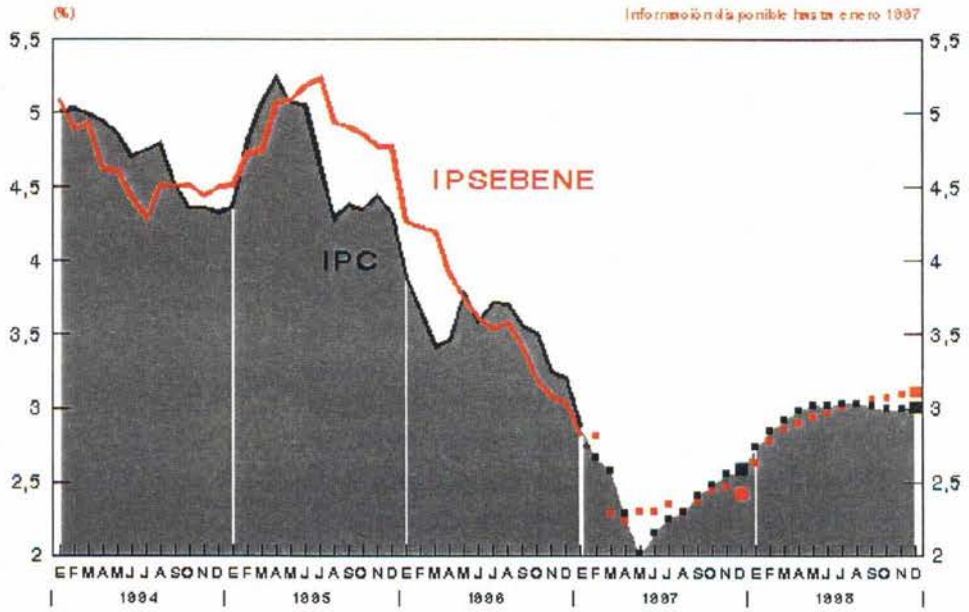
(*) En cada concepto se pone entre paréntesis la ponderación en el IPC general.
(1) A partir de febrero de 1997 los datos son predicciones; (2) Crecimiento de diciembre de 1997 sobre diciembre de 1996; (3) Crecimiento de diciembre de 1998 sobre diciembre de 1997.

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid).
Fecha de elaboración: 13 de febrero de 1997

Gráfico 1

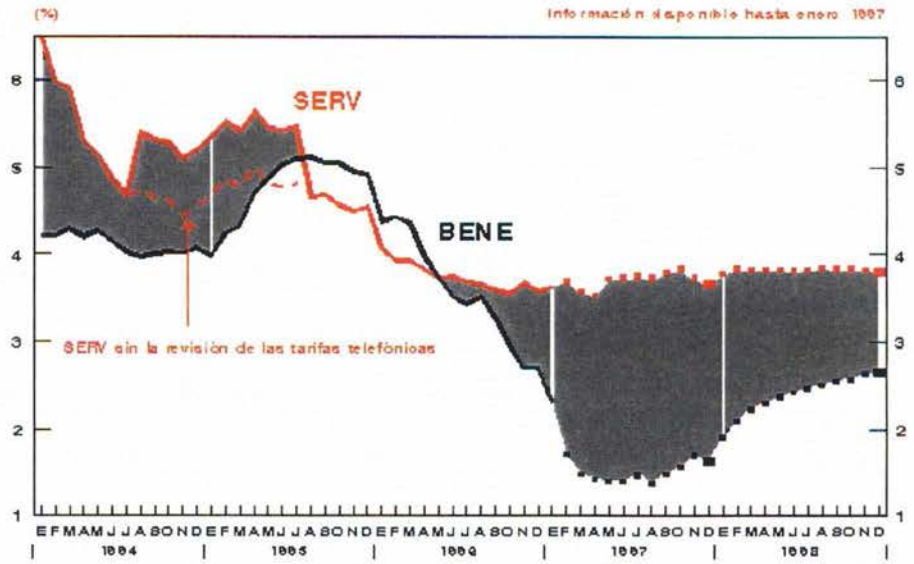
Panel A

Indice de Precios al Consumo (IPC) e
Indice de Precios de Servicios y Bienes Elaborados No Energéticos (IPSEBENE)
Crecimiento acumulado en doce meses



Panel B

Crecimiento anual acumulado (T^1_{12}) en los índices de precios al consumo de: BENE (bienes elaborados no energéticos) y de SERV (servicios) (*)



Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico. Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha: 13 de febrero de 1997

(*) Las tasas están asignadas al final del periodo y desde febrero de 1997 en adelante los datos representados son predicciones

El IPC armonizado se construirá a partir del IPC habitual eliminando ciertos precios. Estos serán algunos de los que han sido eliminados en el IPC transitorio de 1996 pero no necesariamente todos.

BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO se vienen publicando predicciones del IPC transitorio y algunos de sus componentes. Estas predicciones difieren de las correspondientes en el IPC habitual por el comportamiento de los precios que se eliminan en el cálculo del IPC transitorio y de sus componentes básicos. En el IPC armonizado se seguirá este principio incorporado por Eurostat en la definición del IPC transitorio: eliminar diversas partidas en cada IPC nacional para lograr índices que sean más homogéneos por países. No obstante, tras un año de experiencia europea sobre el IPC transitorio y, en consecuencia, sobre el efecto y fundamento de la eliminación de las diferentes partidas de precios, se tiene que en la definición del IPC armonizado se puede revisar los precios que quedaban descartados en el IPC transitorio. Así es posible que se concluya con una metodología para el IPC armonizado que elimine del IPC habitual ciertos precios, pero incluya algunos que se descartaban en el IPC transitorio. En este contexto no está claro, aunque es lo más posible, que medir el objetivo de Maastricht sobre el IPC armonizado en vez de sobre el IPC habitual ayude en el caso español al cumplimiento del mismo.

De los precios candidatos a ser eliminados, los referentes al seguro del automóvil están registrando y se prevé que mantengan tasas de variación inferiores a las del IPC, pero sobre los demás se prevé que evolucionen con tasas similares o superiores. En conclusión, no se espera que la medición del cumplimiento del objetivo de Maastricht mediante el IPC armonizado perjudique al caso español.

Para ilustrar lo anterior en el cuadro 2 se dan las previsiones de los crecimientos anuales del IPC transitorio para 1997 y 1998 y en el cuadro 3 las de los correspondientes crecimientos mensuales. En el gráfico 7 se representa la evolución reciente y prevista del IPC habitual y del IPC transitorio. En ellas se observa que el crecimiento anual medio del IPC transitorio español en 1997 se situará sobre el 2,2%, es decir, dos décimas por debajo del IPC habitual. Ello se debe a que sobre el componente de servicios del IPC transitorio, que en 1996 registró un crecimiento anual medio de 3,67% (utilizando la aproximación descrita en boletines anteriores) y en consecuencia muy próximo al correspondiente crecimiento del componente de servicios del IPC habitual (3,76%), se predice que en 1997 su crecimiento anual medio será de 3,1%, es decir, seis décimas inferior a su homólogo en el IPC habitual. Esta diferencia no es homogénea en todos los grandes grupos de precios de servicios. Así, en el grupo de precios de los transportes del IPC transitorio se eliminan las primas de seguros de automóvil. Sobre ellas el INE no proporciona información, pero pertenecen a un grupo de precios en el que dichas primas son el componente dominante y la tasa

de variación anual de tal grupo de precios ha pasado a ser negativa en los últimos meses de 1996. En consecuencia, la tasa de crecimiento anual medio de 1997 en el grupo de precios del transporte del IPC transitorio se predice un punto porcentual por encima de la correspondiente tasa en el IPC habitual. Sin embargo, en el grupo de precios de hoteles, restaurantes y similares el IPC transitorio elimina los precios correspondientes a "servicios turísticos" que están creciendo más que los restantes precios del agregado en cuestión, con lo que el crecimiento anual medio en 1997 en el grupo de precios (transitorio) de hoteles, restaurantes y similares se predice un punto porcentual por debajo al correspondiente crecimiento en el IPC habitual. Finalmente en el resto de los precios de servicios el IPC transitorio elimina ciertos gastos de la vivienda en propiedad, sanidad, seguros y enseñanza universitaria, que considerados conjuntamente crecen más que el índice global de los precios de los servicios. En el componente de precios al consumo de las manufacturas las diferencias entre el índice habitual y el transitorio son despreciables (gráfico 7). En conclusión, depende de qué precios de servicios se excluyan en la construcción del IPC armonizado, para que su crecimiento anual medio en 1997 sea inferior al correspondiente crecimiento en el IPC. Dado que la mayoría de los candidatos a ser excluídos tienen un efecto favorable en cuanto al cumplimiento del objetivo de Maastricht se puede concluir que su medición con el IPC armonizado no perjudicará el caso español e incluso puede verse favorecido mínimamente (una décima menos que empleando el IPC habitual).

Previsiblemente el objetivo de Maastricht consistirá en no superar una tasa media del 2.9% en el IPC armonizado en 1997. En el caso español el valor de esa tasa se puede situar en un entorno alrededor del 2.3%, siendo altamente probable que se cumpla con el objetivo de Maastricht.

En el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO del pasado mes de noviembre se comparaban los IPC habituales y los transitorios de los diferentes países europeos con el fin de estimar si la definición del objetivo de Maastricht sobre estos últimos -en caso que constituyeran una buena aproximación de los IPC armonizados que serán los realmente empleados- endurecería el criterio de convergencia. La conclusión era negativa. Tal conclusión se mantiene ahora y, en consecuencia, se pueden utilizar las predicciones de los IPC habituales para estimar el criterio de Maastricht. En la publicación Consensus Forecasts distintos analistas en los diferentes países, excepto Luxemburgo, dan predicciones sobre los correspondientes IPC en 1997.

Suponiendo un crecimiento anual medio de 1,4% en 1997 para Luxemburgo, los países menos inflacionistas serían éste último, Suecia (1,2%) y Finlandia (1,5%), con lo que su tasa media sería el 1,4% y el criterio de convergencia consistiría en no superar el 2,9%. Los crecimientos anuales medios previstos para 1997 en el IPC habitual e IPC transitorios españoles son 2,43% y 2,15%, respectivamente. Con ello es probable que el IPC armonizado crezca en 2,3%, con lo que asociándole una aproximación del intervalo de incertidumbre inherente a dicha predicción se concluye que la probabilidad de que la economía española cumpla el objetivo de inflación de Maastricht es muy elevada.

Lo anterior no refleja bien la dinámica inflacionista de la economía española, ya que el IPC alcanzará niveles próximos al 2% a principios del verano de 1997, pero tenderá al 2.6% en diciembre y a un 3% en la media de 1998.

Lo anterior constituye sin duda un diagnóstico favorable -avanzado ya hace varios meses en este BOLETÍN- sobre la evolución de los precios en España, pero no refleja toda la realidad y dinámica inflacionista de la economía española. La cuestión radica en que el crecimiento anual medio del 2,43% previsto para el IPC en 1997 resulta de dos etapas diferenciadas a lo largo del año. Así, hasta principios del verano se estima que la tasa de inflación continuará disminuyendo llegando a alcanzar niveles muy próximos al 2%, sin embargo, en el resto del año la inflación irá subiendo de modo que en diciembre la tasa anual se predice en el 2,59%. De hecho se espera que la subida inflacionista continúe durante el primer trimestre de 1998 hasta estancarse en una tasa anual del 3%.

A continuación se analizan los precios que van a introducir este comportamiento oscilante de la inflación en 1997. Los precios de los alimentos no elaborados registraban en julio de 1996 una tasa de crecimiento acumulado anual del 4,93%, pero posteriormente se ha ido moderando su crecimiento, alcanzando la tasa de 2,21% en enero de 1997. Sobre estos precios se espera que con ciertas oscilaciones continúe bajando su tasa de variación anual, pudiendo llegar a ser negativa al final del primer semestre. Sin embargo, para la segunda parte del año se prevé una aceleración y en 1998 se acabaría registrando un crecimiento anual medio del 3,8%. Este crecimiento medio en 1998 no sería homogéneo en todos los alimentos no elaborados. Así, mientras el grupo de las carnes tendría un crecimiento del 2%, los de los pescados se aproximarían al 5%.

Los precios que más van a determinar el comportamiento oscilante del IPC en el periodo 1997 y 1998 son los de los alimentos no elaborados, aceites y energía.

En segundo lugar, en el índice de precios de los alimentos elaborados, -en el que los precios de los aceites y grasas van a evolucionar desde tasas de variación anual positivas superiores al 33% a principios de 1996 a tasas negativas sobre el 20% en los meses centrales de 1997, para lograr posteriormente un crecimiento anual medio de 1,34% en 1998,- influirán también de forma notable en la mencionada oscilación en el crecimiento del IPC.

Finalmente, los precios de la energía que en el último trimestre de 1996 crecían a una tasa anual media del 6,5% han pasado a situarse en enero en tasas inferiores al 5%. En tanto en cuanto la fiscalidad de los carburantes no se modifique, es de esperar que la tasa anual de los precios de la energía vaya reduciéndose durante 1997, pero se estabilice sobre el 2% en 1998.

También los precios de las manufacturas oscilarán desde un 2.3% en el primer semestre de 1997 al 2.85% en la media de 1998 y los precios de los servicios se estabilizarán sobre el 3.6-3.8% a lo largo de dicho periodo.

En los restantes precios, los de las manufacturas se estabilizarán sobre el 2,3% en el primer semestre de 1997 y remontarán hacia una tasa media del 2,85% en 1998, pero con cierta dispersión entre las diferentes manufacturas. Así, mientras el precio del vestido registrará un crecimiento anual medio en 1998 inferior al 2% el de los automóviles puede superar el 4%.

En cuanto a los precios de los servicios se espera que se estabilicen en tasas de crecimiento entre el 3,6 y 3,8% durante 1997 y 1998. Como se señalaba en el BOLETÍN anterior esta estabilización de precios en las manufacturas y en los servicios durante el año corriente y siguiente se corresponde con un período de expansión del consumo privado desde tasas del 2% en el tercer trimestre de 1996 a tasas superiores al 3% en 1998.

El crecimiento anual medio del IPC en 1998 se predice en 2.97%, lo que implicaría no cumplir con el objetivo del Banco de España (2%) y no converger con la mayoría de los principales países europeos (1.9-2.5%), estando al nivel de EE.UU y un poco por debajo del Reino Unido.

Lo anterior indica que de acuerdo con estas predicciones, la inflación anual media en el IPC en 1998 sería de 2,97%, es decir, medio punto porcentual superior a la de 1997. Esto supondría no converger a las tasas de inflación de los principales países europeos, excluído el Reino Unido, que tienden a situarse entre el 1,9% (Francia) y 2,5% (Italia), pero supondría mantener el nivel de inflación de la economía estado-unidense, que en el período 1996-1998 podría estabilizarse casi en el 3%, e implicaría, posiblemente, una tasa de inflación medio punto inferior a la del Reino Unido (cuadro 5 y gráfico 2). En cualquier caso, de cumplirse estas predicciones

Cuadro 5

indicador retrasado(*)

CRECIMIENTOS ANUALES DEL IPC (1)

Crecimientos de un mes sobre el mismo mes del año anterior (T_{12}^{1})

	Tasa	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Med96/ Med95(2)	Med97/ Med96(3)	Med98/ Med97(4)
IPC España	1996	3.88	3.66	3.42	3.46	3.78	3.59	3.72	3.71	3.56	3.51	3.24	3.21			
	1997	2.88	2.67	2.59	2.29	2.01	2.16	2.26	2.31	2.41	2.49	2.56	2.59	3.56	2.43	2.97
	1998	2.74	2.85	2.93	2.99	3.03	3.02	3.04	3.04	3.02	3.00	3.00	3.01			
IPC Alemania	1996	1.53	1.52	1.60	1.43	1.60	1.34	1.59	1.42	1.34	1.42	1.34	1.42			
	1997	1.84	1.80	1.83	1.90	1.87	1.95	1.82	1.94	2.07	2.11	2.22	2.14	1.46	1.96	1.89
	1998	1.94	1.85	1.86	1.85	1.87	1.85	1.84	1.86	1.90	1.94	1.97	1.95			
IPC USA	1996	2.78	2.68	2.85	2.84	2.92	2.74	3.00	2.91	2.98	3.06	3.23	3.32			
	1997	3.05	2.95	2.77	2.68	2.67	2.84	2.83	2.91	2.81	2.72	2.80	2.97	2.94	2.83	2.82
	1998	2.87	2.87	2.78	2.77	2.76	2.84	2.83	2.82	2.82	2.81	2.80	2.88			

* La tasa T_{12}^{1} normalmente refleja los cambios fundamentales en el crecimiento de los precios con seis meses de retraso respecto a los crecimientos mensuales, por lo que es necesario analizar sus predicciones para evaluar el momento inflacionista presente.

(1) A partir de febrero de 1997 los datos son predicciones, (2) Crecimiento del nivel medio del 96 sobre el nivel medio del 95(3) Crecimiento del nivel medio de 1997 sobre 1996; (4) Crecimiento del nivel medio de 1998 sobre el nivel medio de 1997

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid).
Fecha de elaboración: 25 de febrero de 1997

Cuadro 6

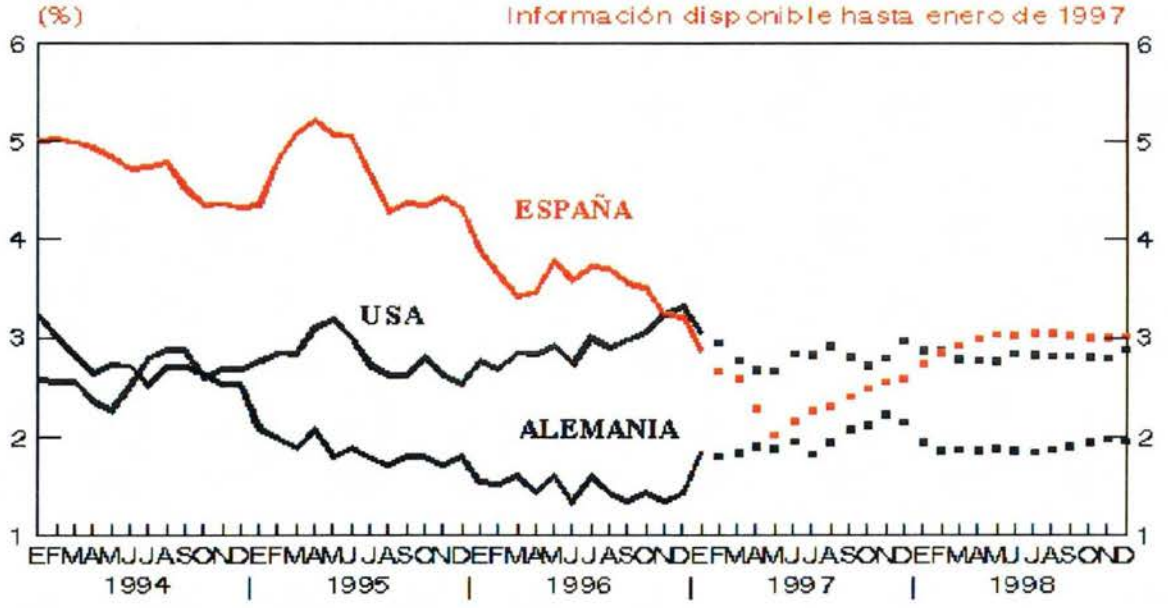
CRECIMIENTOS MENSUALES DEL IPC [1]

	Tasa	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Dic97/ Dic96(2)	Dic98/ Dic97(3)
IPC España	1996	0.62	0.27	0.35	0.56	0.44	-0.08	0.14	0.30	0.24	0.14	0.01	0.40		
	1997	0.29	0.06	0.28	0.27	0.07	0.07	0.23	0.33	0.34	0.21	0.08	0.33	2.60	3.01
	1998	0.43	0.17	0.36	0.32	0.11	0.06	0.24	0.33	0.33	0.19	0.08	0.34		
IPC Alemania	1996	0.08	0.50	0.08	0.08	0.17	0.08	0.41	-0.08	-0.17	0.00	-0.08	0.33		
	1997	0.49	0.47	0.11	0.15	0.13	0.17	0.28	0.04	-0.04	0.04	0.02	0.26	2.14	1.95
	1998	0.30	0.37	0.13	0.14	0.15	0.15	0.27	0.06	0.01	0.07	0.05	0.24		
IPC USA	1996	0.60	0.34	0.51	0.34	0.25	0.00	0.25	0.17	0.33	0.33	0.17	0.00		
	1997	0.33	0.25	0.33	0.24	0.24	0.16	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.16	2.97	2.88
	1998	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.23	0.23	0.23		

(1) A partir de febrero de 1997 los datos son predicciones (2) Crecimiento de diciembre del 97 sobre diciembre del 96(3) Crecimiento de diciembre de 98 sobre diciembre de 97;

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid).
Fecha de elaboración: 25 de febrero de 1997

Crecimiento anual acumulado del Indice de Precios al Consumo General para España, Alemania y Estados Unidos



Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico. Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha: 13 de febrero de 1997

no se alcanzaría el objetivo de inflación para 1998 establecido por el Banco de España consistente en situar la tasa interanual en el 2%.

III. LA POLÍTICA MONETARIA EN 1997

Las predicciones de inflación de este informe se generan en un escenario de crecimiento del producto interior bruto del 2.6% en 1997 y 3% en 1998.

El escenario macroeconómico para este bienio en el que aparecen las expectativas de inflación mencionadas anteriormente, se recoge en la sección IV. En ella se establece que el crecimiento del PIB puede evolucionar desde el 2,6% en 1997 al 3% en 1998 y se prevé un superávit en la balanza por cuenta corriente en 1997 de 240 millardos y un déficit de 140 millardos en 1998.

En todo el contexto anterior el Banco de España tenderá a mantener su diferencial de tipos de interés con el Bundesbank hasta que se tengan predicciones de inflación para 1998 que no sean peores a las de 1997.

En todo este contexto se tiene que si el Banco de España quiere asegurar en lo posible el cumplimiento de su objetivo de inflación para 1998 no modificará su diferencial de tipos de interés respecto al tipo de redescuento del Bundesbank hasta que mejoren las predicciones de inflación para 1998. Además, esta mejora deberá basarse en tasas de crecimiento de los precios de las manufacturas y de los servicios que sean inferiores a las que se dan ahora.

La predicción de inflación del 3% para 1998 es compatible con una convergencia con Europa por debajo del 2.5% en 1999 y de mantenerse así, los mercados financieros no penalizarían mucho tal expectativa conjunta.

La predicción del 3% de inflación para 1998 se obtiene con una evolución estable de la inflación en el segundo semestre de 1998 (gráfico 1). Así, a finales de 1998 se tendrá, de cumplirse estas predicciones, una experiencia de dos años en la economía española de inflación inferior al 3% con grandes posibilidades de mantenerse, lo cual tendrá que haber calado para entonces en las expectativas futuras de los agentes y en sus correspondientes comportamientos. Ello supondrá, tal como se discutía ya en el BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO nº 27, una presión a la baja de la inflación y, en consecuencia, un aumento de las posibilidades de converger con Europa por debajo del 2,5% en 1999. En tanto en cuanto ésta sea la apreciación de los mercados financieros sobre las perspectivas a corto (1997) y medio plazo (1998-99) de la economía española, lo cual puede contemplarse como razonable, no se penalizará mucho la evolución inflacionista para 1998 que se prevé en este informe. Esto tiene dos implicaciones de interés. Por una parte, y manteniéndose las expectativas de que España

En el marco anterior podría darse algún episodio de tensión hacia una apreciación de la peseta que dispusiese al Banco de España a una pequeña bajada (25 puntos básicos) de tipos de interés. En tales circunstancias esto podría producirse, pues el Banco de España puede correr algún riesgo más en el cumplimiento del objetivo de 1998 de los que puede asumir en cuanto al cumplimiento del objetivo de 1997.

entre en la primera fase de la unión monetaria, el tipo de cambio de la peseta se mantendrá estable con posibles episodios de cierta apreciación que podrían forzar al Banco de España, como ya ocurrió en enero, a una pequeña bajada en su tipo de interés de referencia (25 puntos básicos) aunque se mantengan las previsiones que aquí se hacen para 1998.

La segunda implicación se refiere al hecho de que las consecuencias de no cumplir el objetivo de inflación establecido para 1998 en dicho año, sino al siguiente, no son tan graves como las de no cumplir en 1997 el objetivo de Maastricht, que, por lo expuesto anteriormente, el alcanzarlo puede considerarse como casi seguro. En este sentido el Banco de España tiene ahora un cierto margen para correr algún riesgo en cuanto al cumplimiento de su objetivo para 1998 - las consecuencias de su incumplimiento no son tan nefastas -, lo cual supone una flexibilidad de la que no dispuso en los años anteriores en relación al objetivo de 1997. Cuestión distinta es la rotundida con la que le banco emisor quiera asegurar el objetivo de 1998. Ciertamente en las subastas de febrero el Banco de España no ha querido ni necesitado flexibilizar su postura. En previsión de ello los suscriptores al servicio de fax del BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO recibieron el pasado día 13 de febrero el siguiente diagnóstico "En este sentido cabría una pequeña bajada de unos 25 puntos básicos en la subasta de mañana. Pero si como es lo más probable se quiere dar una señal rotunda de que la convergencia al 2% de inflación tiene que darse en 1998, el Banco de España mantendrá el 6%.".

Una cuestión distinta es la rotundidad con que el Banco emisor quiera asegurar el cumplimiento del objetivo de 1998. Como se preveía en el informe del 13 de febrero el Banco de España no quiere ni necesita flexibilizar su postura en la subasta del día siguiente.

Conclusión: en tanto en cuanto las expectativas de inflación - fundamentalmente medidas por el IPSEBENE - para 1998 sean superiores a las de 1997 el Banco de España tenderá a mantener su diferencial con el tipo de redescuento del Bundesbank. Sin embargo, si se mantienen unas expectativas de inflación estables sobre el 3% para 1998, que pueden dar pie a que, acomodados los agentes a un nuevo contexto inflacionista en España, el crecimiento anual del IPC pueda en 1999 ser inferior al de 1998, y si se consolidan las expectativas de que España esté en la primera fase de la Unión Monetaria, los mercados financieros apenas asignarán riesgo al

hecho de que en 1998 la inflación española sea algunas décimas superior a la de 1997. En tal situación se pueden producir pequeñas tensiones hacia la apreciación de la peseta en los mercados de divisas que dispongan al Banco de España asuma cierto riesgo de incumplimiento de su objetivo para 1998 y, en tales circunstancias de los mercados cambiarios, el banco emisor podría mover su tipo de interés de referencia a la baja en 25 puntos básicos. En ausencia de presiones cambiarias el Banco de España ya ha demostrado en el mes de febrero su firme decisión de arriesgar lo menos posible el cumplimiento del objetivo de 1998.

IV. PREDICCIONES MACROECONÓMICAS

PREDICCIONES MACROECONÓMICAS
Tasas de Crecimiento Anual Medio

	1996	1997	1998
Producto interior bruto (a precios de 1986)(*)	1.9	2.6	3.0
Consumo privado (a precios de 1986)(*)	1.9	2.5	3.3
Formación bruta de capital fijo (a precios de 1986)	2.5	5.1	7.2
Indice de producción industrial	-0.7	2.0	3.1
IPC armonizado	-	2.3	2.9
IPC (habitual)	3.6	2.5	3.0
IPC (habitual) crecimieno de diciembre sobre diciembre	3.2	2.7	3.0
Saldo de la balanza de pagos por cta. cte. (millardos pts)	440	240	-140

Predicciones elaboradas por el Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico del Instituto Flores de Lemus de Estudios Avanzados de la Universidad Carlos III de Madrid.

(*) Las predicciones del PIB y del consumo privado para 1996 se obtienen a partir de la hipóteses de que los datos provisionales de estas variables para los tres primeros meses del año están sesgados al alza. Si tal hipótesis se confirma el INE podría revisar esas cifras en la dirección mencionada, pero eso es improbable que ocurra antes de septiembre de 1997. Con ello las cifras provisionales que sobre todo 1996 publicará el INE en la primera quincena de marzo serán alguna décima superior a estas predicciones. Solamente alrededor de septiembre se podrá juzgar la fiabilidad de las predicciones actuales. Un ajuste similar sobre las cifras del PIB de 1995 ocurrió en septiembre de 1996.

27 de febrero de 1997

Cuadro 4

CRECIMIENTOS ANUALES DEL IPC TRANSITORIO [1]

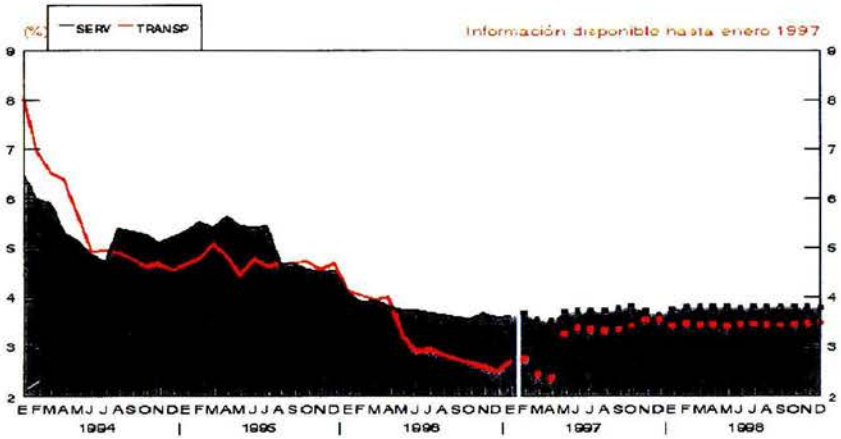
		Tasa	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Media97/ Media96(2)	Media98/ Media97(3)
MAN TRANSITORIO	*(31.63%)*	*1996*	3.92	4.14	4.09	3.61	3.40	3.20	3.09	3.08	2.87	2.52	2.33	2.38		
		1997	2.60	2.28	2.20	2.23	2.30	2.32	2.41	2.52	2.64	2.73	2.85	2.85	2.49	2.89
		1998	2.85	2.87	2.86	2.84	2.85	2.86	2.89	2.91	2.92	2.92	2.93	2.93		
SERV TRANSITORIO	*(22.11%)*	*1996*	4.03	3.74	3.75	3.71	3.66	3.72	3.71	3.64	3.62	3.54	3.56	3.43		
		1997	3.28	3.34	3.20	3.12	3.08	2.98	2.92	2.87	3.01	3.07	3.02	2.98	3.07	3.12
		1998	3.10	3.16	3.15	3.14	3.13	3.12	3.12	3.12	3.11	3.12	3.12	3.12		

(1) Desde febrero de 1997 los datos son predicciones; (2) Crecimiento del nivel medio de 1996 sobre 1995; (3) Crecimiento del nivel medio de 1997 sobre 1996.

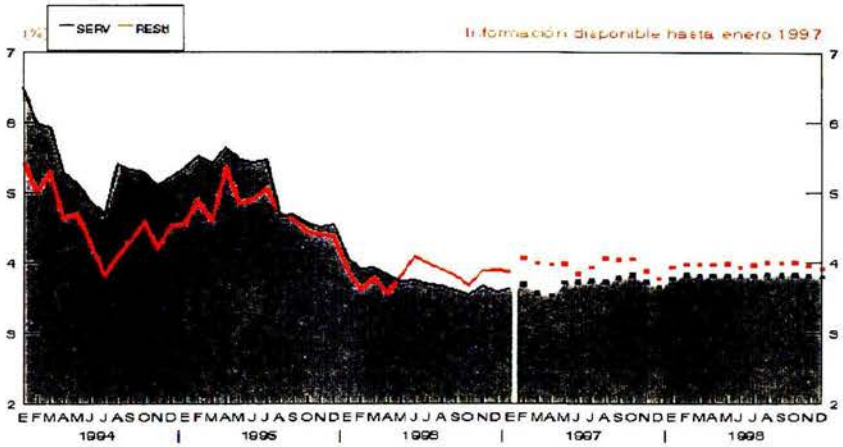
Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha de elaboración: 13 de febrero de 1997

Gráfico 3

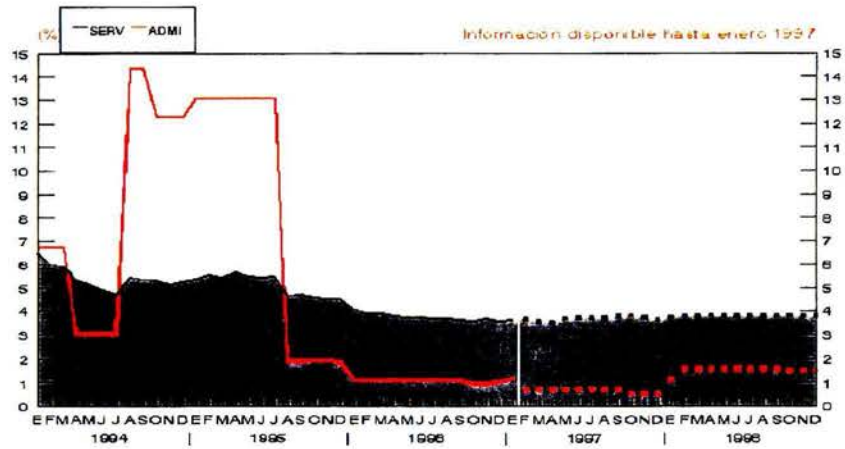
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de Servicios (SERV-30.64%) y su componente de Transporte (TRANSP-5.22%)



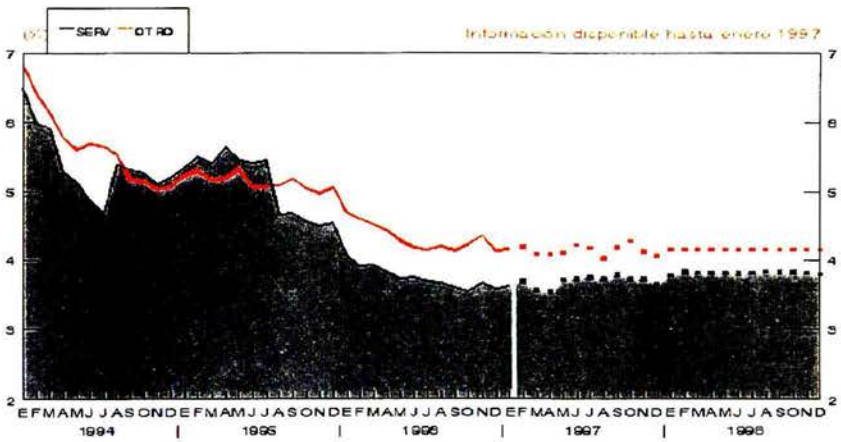
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de Servicios (SERV-30.64%) y sus componentes de Restauración, Hostelería y Turismo (RESH-11.64%)



Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de Servicios (SERV-30.64%) y sus componentes de Correo, Teléfono y Enseñanza universitaria (ADMI-1.84%)



Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de Servicios (SERV-30.64%) y sus componentes de Otros Servicios (OTRO-11.92%)



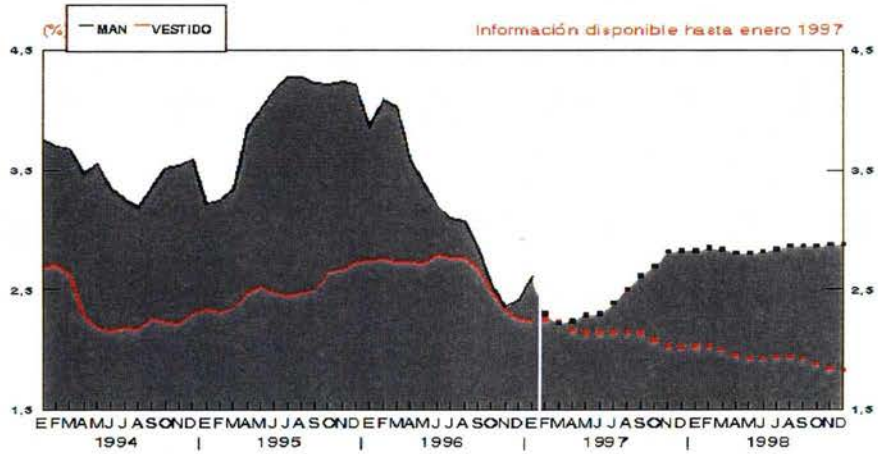
Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico. Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha: 13 de febreo de 1997

(*) Las tasas están asignadas al final del periodo y desde febrero de 1997 en adelante los datos representados son predicciones.

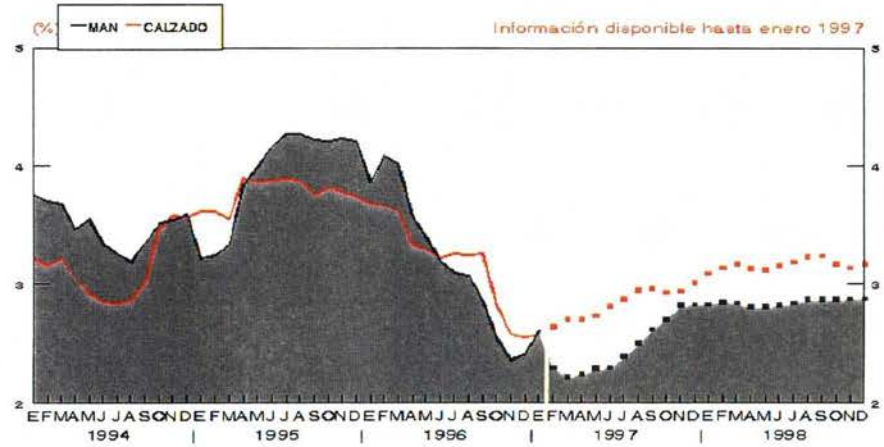
IPC

Gráfico 4

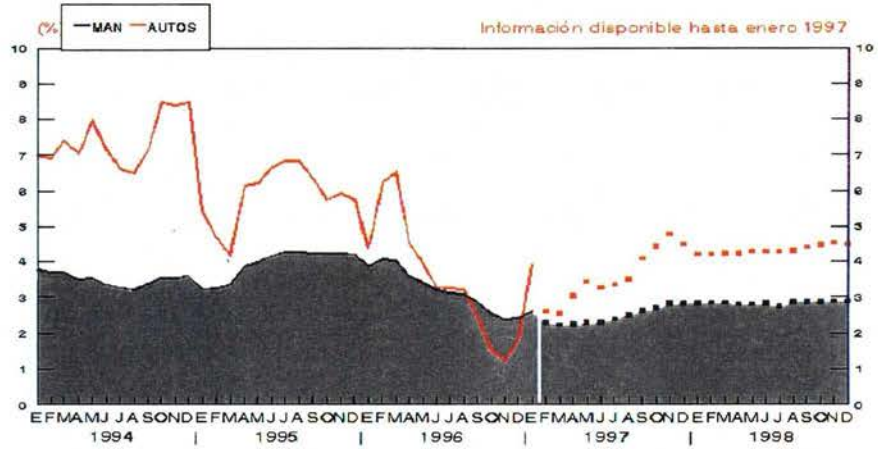
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios de manufacturas de consumo (MAN-32.88%) y su componente de prendas de vestir(9.19%)



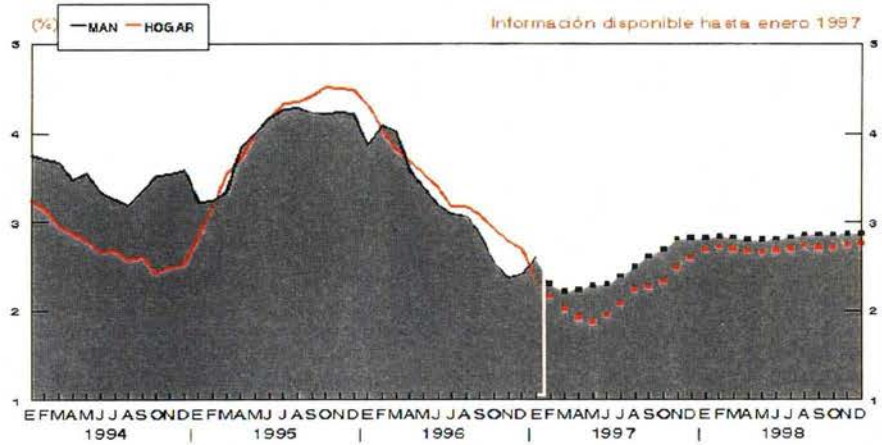
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios de manufacturas de consumo (MAN-32.88%) y su componente de calzado (2.09%)



Crecimiento anual acumulado de los índices de precios de manufacturas de consumo (MAN-32.88%) y su componente de automóviles (5.76%)



Crecimiento anual acumulado de los índices de precios de manufacturas de consumo (MAN-32.88%) y su componente de Hogar(15.83%)



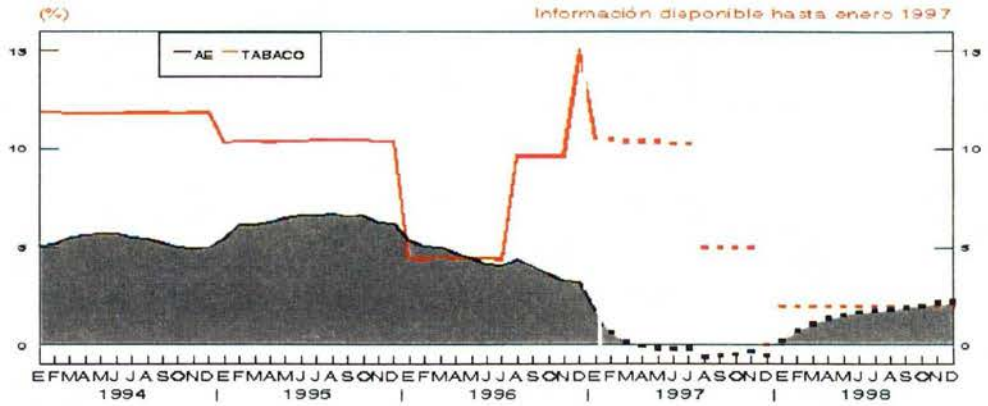
Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico. Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha: 13 de febreo de 1997

(*) Las tasas están asignadas al final del periodo y desde febrero de 1997 en adelante los datos representados son predicciones.

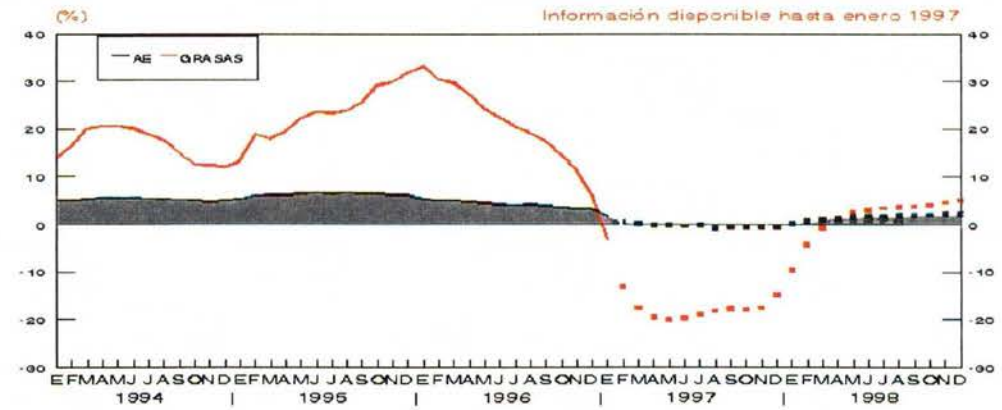
IPC

Gráfico 5

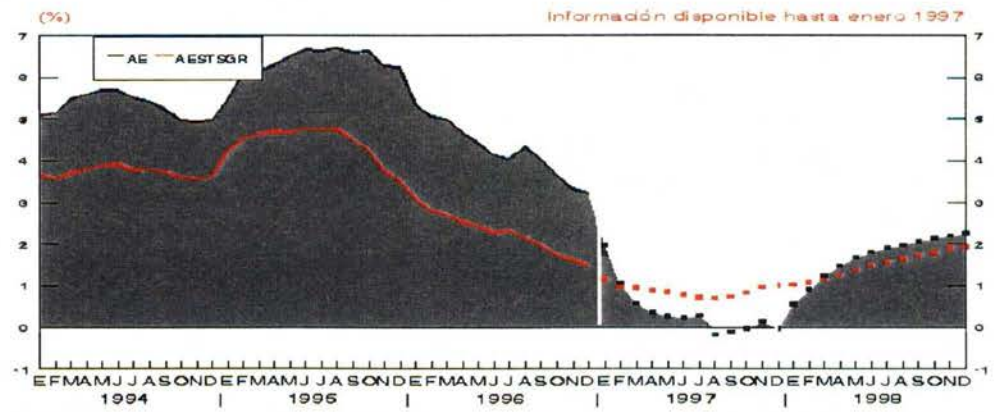
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de Alimentos Elaborados (AE-17.47%) y su componente de Tabaco (1.54%)



Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de Alimentos Elaborados (AE-17.47%) y su componente de Aceites y Grasas (1.12%)



Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de Alimentos Elaborados Total (AE-17.47%) sin los componentes de Tabaco y Aceites y Grasas (AESTSGR-14.82%)

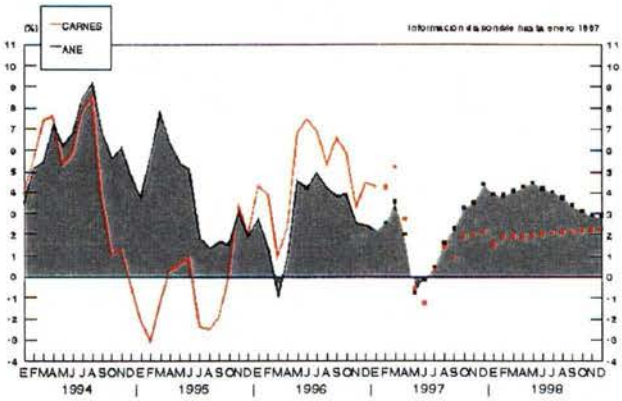


Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico. Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha: 13 de febrero de 1997

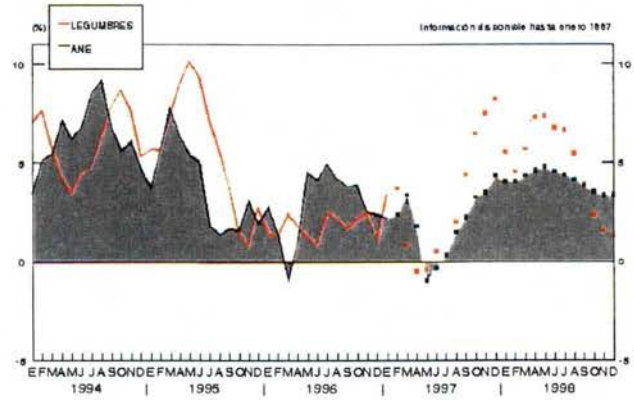
(*) Las tasas están asignadas al final del periodo y desde febrero de 1997 en adelante los datos representados son predicciones.

Gráfico 6

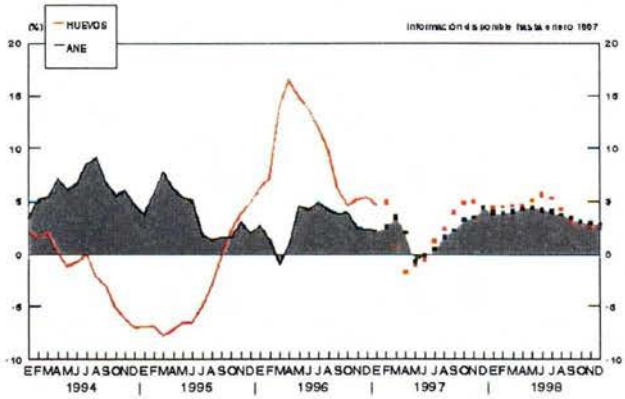
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de alimentos no elaborados (ANE-11.88%) y su componente de Carnes (5.16%)



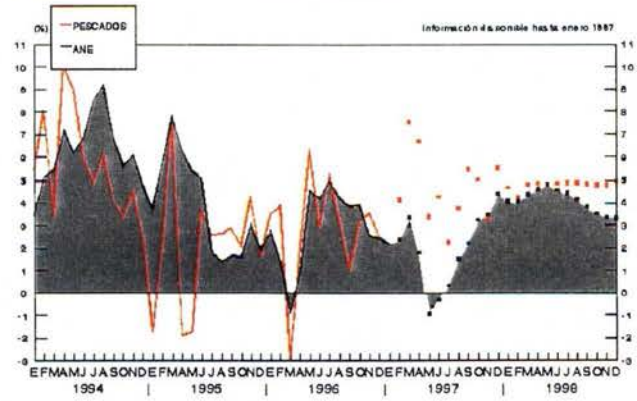
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de alimentos no elaborados (ANE-11.88%)) y su componente de Hortalizas Frescas (1.29%)



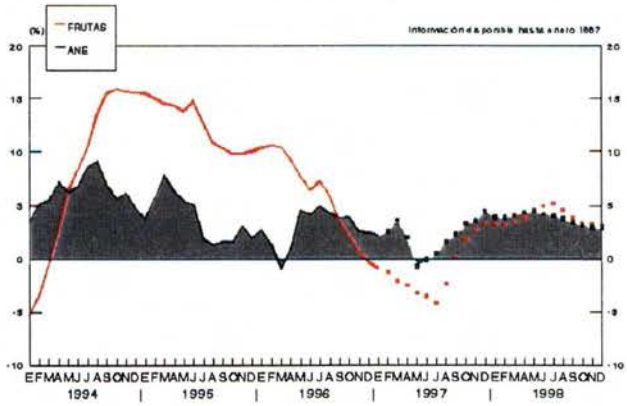
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de alimentos no elaborados (ANE-11.88%) y su componente de Huevos (0.48%)



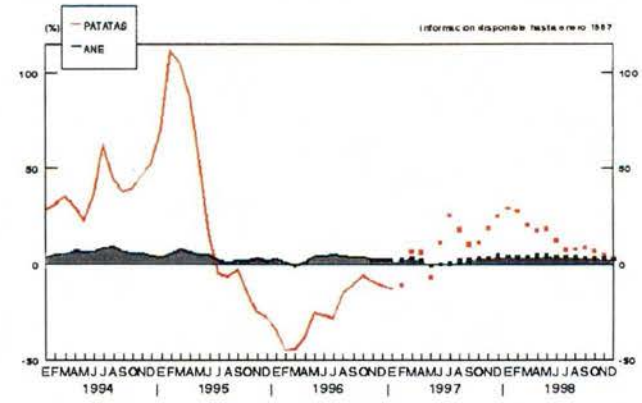
Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de alimentos no elaborados (ANE-11.88%) y su componente de Pescados Frescos (2.41%)



Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de alimentos no elaborados (ANE-11.88%) y su componente de Frutas Frescas (2.30%)



Crecimiento anual acumulado de los índices de precios al consumo de alimentos no elaborados (ANE-11.88%) y su componente de Patatas (0.38%)

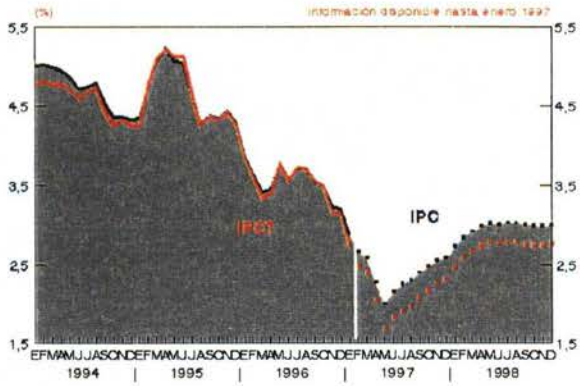


Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico. Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha: 13 de febrero de 1997

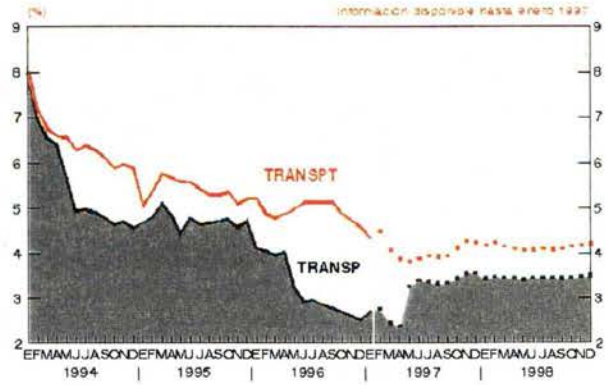
(*) Las tasas están asignadas al final del periodo y desde febrero de 1997 en adelante los datos respresentados son predicciones.

Gráfico 7

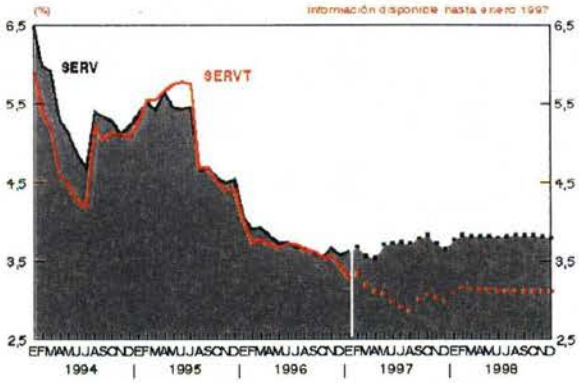
Crecimiento anual acumulado en el índice de precios al consumo general (IPC) y el índice de precios al consumo transitorio (IPCT) (*)



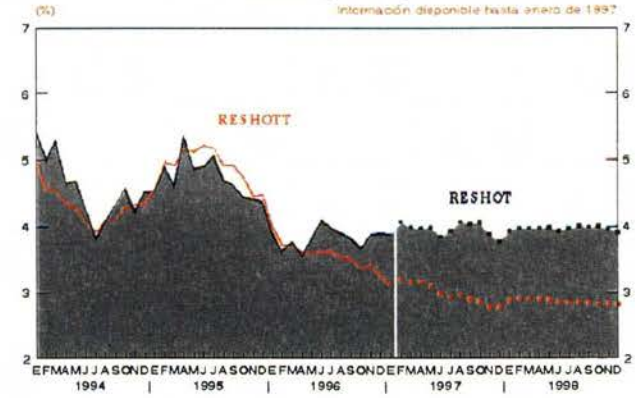
Crecimiento anual acumulado en los índices de precios al consumo del componente de transportes (TRANSP) y de transportes transitorio (TRANSPT) (*)



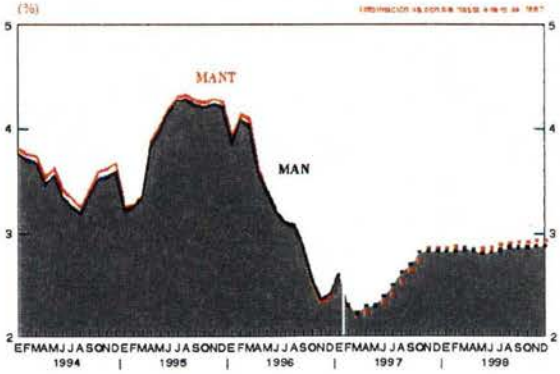
Crecimiento anual acumulado en los índices de precios al consumo del componente de servicios (SERV) y de servicios transitorio (SERVT) (*)



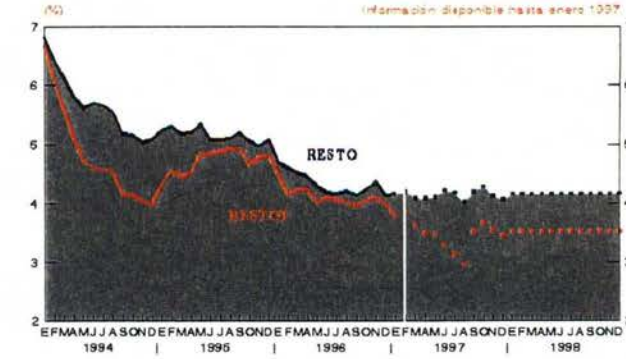
Crecimiento acumulado anual de los índices de precios al consumo del componente de restaurantes y hoteles y (RESHOT) de restaurantes y hoteles transitorio (RESHOTT)



Crecimiento acumulado del índice de precios de las manufacturas (MAN) y de manufacturas transitorio (MANT)



Crecimiento anual acumulado del componente de resto en servicios (RESTO) y el componente de resto de servicios transitorio (RESTOT)



Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico. Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha: 13 de febrero de 1997

(*) Las tasas están asignadas al final del periodo y desde febrero de 1997 en adelante los datos respresentados son predicciones.

APENDICE

Cuadro 2A extendido

*indicador retrasado**

Crecimientos anuales (1)

Crecimientos de un mes sobre el mismo mes del año anterior (T_{12}^{1})

1996-1997

	Tasa	E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Med96/ Med95(2)	Med97/ Med96(3)
(1) AE	1996	5.35	5.05	5.00	4.69	4.42	4.13	4.06	4.33	4.04	3.65	3.32	3.24	4.27	
(17,47%)	1997	1.76	0.66	0.16	-0.08	-0.18	-0.21	-0.17	-0.63	-0.56	-0.50	-0.36	-0.56		-0.06
(2) MAN	1996	3.87	4.08	4.02	3.57	3.39	3.20	3.10	3.07	2.87	2.54	2.36	2.41	3.20	
(32,88%)	1997	2.61	2.30	2.22	2.24	2.29	2.30	2.39	2.50	2.62	2.70	2.82	2.83		2.48
BENE	1996	4.39	4.43	4.37	3.97	3.75	3.53	3.44	3.52	3.28	2.94	2.70	2.70	3.58	
[(1)+(2)] = (50,35%)	1997	2.31	1.71	1.48	1.41	1.40	1.40	1.47	1.38	1.48	1.56	1.69	1.62		1.57
(3) SERV	1996	4.07	3.92	3.93	3.83	3.73	3.74	3.69	3.66	3.60	3.55	3.67	3.58	3.74	
(30,64%)	1997	3.63	3.69	3.57	3.54	3.72	3.73	3.75	3.73	3.79	3.83	3.73	3.66		3.70
IPSEBENE	1996	4.27	4.23	4.20	3.91	3.74	3.61	3.54	3.58	3.41	3.18	3.08	3.04	3.64	
[(1)+(2)+(3)]=(80,99%)	1997	2.82	2.48	2.29	2.24	2.31	2.31	2.36	2.29	2.38	2.45	2.48	2.42		2.40
(4) ANE	1996	2.73	1.35	-0.86	1.01	4.55	4.18	4.93	4.24	3.85	3.91	2.53	2.40	2.89	
(11,88%)	1997	2.21	2.58	3.60	2.03	-0.73	-0.12	0.50	1.63	2.31	3.30	3.54	4.43		2.10
(5) ENE	1996	1.47	0.91	1.60	2.29	2.92	2.48	3.91	4.45	4.80	6.69	6.30	6.46	3.68	
(7,12%)	1997	4.63	4.95	4.50	3.19	2.96	4.05	3.85	3.61	2.96	1.70	1.91	1.72		3.32
IPC	1996	3.88	3.66	3.42	3.46	3.78	3.59	3.72	3.71	3.56	3.51	3.24	3.21	3.56	
(100%)	1997	2.88	2.67	2.59	2.29	2.01	2.16	2.26	2.31	2.41	2.49	2.56	2.59		2.43

* La tasa T_{12}^{1} normalmente refleja los cambios fundamentales en el crecimiento de los precios con seis meses de retraso respecto a los crecimientos mensuales, por lo que es necesario analizar sus predicciones para evaluar el momento inflacionista presente.

(1) A partir de febrero de 1997 los datos son predicciones.

(2) Tasa de crecimiento del nivel medio de 1996 sobre el nivel medio de 1995.

(3) Tasa de crecimiento del nivel medio de 1997 sobre el nivel medio de 1996.

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid).
Fecha de elaboración: 13 de febrero de 1997.

IPC

Cuadro 2B extendido

Crecimientos anuales del índice de precios al consumo 1997-1998 (1)

Concepto (*)		E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Med97/ Med96(2)	Med98/ Med97(3)
Alimentos elaborados (17.48%)	1997	1.76	0.66	0.16	-0.08	-0.18	-0.21	-0.17	-0.63	-0.56	-0.50	-0.36	-0.56		
	1998	0.21	0.75	1.11	1.37	1.56	1.70	1.79	1.86	1.94	2.04	2.16	2.23	-0.06	1.56
Manufacturas de consumo (32.88%)	1997	2.61	2.30	2.22	2.24	2.29	2.30	2.39	2.50	2.62	2.70	2.82	2.83		
	1998	2.83	2.85	2.84	2.81	2.81	2.82	2.84	2.87	2.87	2.87	2.88	2.88	2.48	2.85
Bienes elaborados no energéticos (50,35%)	1997	2.31	1.71	1.48	1.41	1.40	1.40	1.47	1.38	1.48	1.56	1.69	1.62		
	1998	1.90	2.10	2.23	2.30	2.37	2.43	2.47	2.51	2.55	2.57	2.63	2.65	1.57	2.39
Servicios (30.64%)	1997	3.63	3.69	3.57	3.54	3.72	3.73	3.75	3.73	3.79	3.83	3.73	3.66		
	1998	3.78	3.83	3.82	3.82	3.82	3.81	3.82	3.84	3.83	3.83	3.82	3.80	3.70	3.82
IPSEBENE (servicios y bienes elaborados	1997	2.82	2.48	2.29	2.24	2.31	2.31	2.36	2.29	2.38	2.45	2.48	2.42		
no energéticos) (80.99%)	1998	2.64	2.78	2.86	2.90	2.94	2.97	3.01	3.04	3.06	3.07	3.10	3.11	2.40	2.96
Alimentos no elaborados (11.88%)	1997	2.21	2.58	3.60	2.03	-0.73	-0.12	0.50	1.63	2.31	3.30	3.54	4.43		
	1998	3.93	3.89	4.08	4.31	4.47	4.22	4.06	3.78	3.45	3.13	2.95	2.91	2.10	3.76
Energía (7.12%)	1997	4.63	4.95	4.50	3.19	2.96	4.05	3.85	3.61	2.96	1.70	1.91	1.72		
	1998	2.02	2.02	1.97	1.92	1.81	1.76	1.81	1.87	1.92	1.92	1.97	2.02	3.32	1.92
IPC GENERAL (100%)	1997	2.88	2.67	2.59	2.29	2.01	2.16	2.26	2.31	2.41	2.49	2.56	2.59		
	1998	2.74	2.85	2.93	2.99	3.03	3.02	3.04	3.04	3.02	3.00	3.00	3.01	2.43	2.97

(*) En cada concepto se pone entre paréntesis la ponderación en el IPC general.
(1) A partir de febrero de 1997 los datos son predicciones.
(2) Crecimiento del nivel medio de 1997 sobre el nivel medio de 1996.
(3) Crecimiento del nivel medio de 1998 sobre el nivel medio de 1997.

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha de elaboración: 13 de febrero de 1997

Cuadro 3A extendido

Crecimientos mensuales del índice de precios al consumo 1996-1997 [1]

Concepto (*)			*E*	*F*	*M*	*A*	*M*	*J*	*J*	*A*	*S*	*O*	*N*	*D*	*MED97 / MED96 (2)*	*D97 / D96 (3)*
Alimentos elaborados	*(17,48%)*	1996	1.16	0.81	0.32	0.09	-0.01	-0.03	-0.01	0.54	0.04	0.03	-0.08	0.57	-0.06	-0.56
		1997	**-0.29**	-0.28	-0.18	-0.15	-0.11	-0.05	0.03	0.08	0.11	0.09	0.06	0.14		
Manufacturas de consumo	*(32,88%)*	1996	-0.01	0.50	0.35	0.32	0.21	0.19	0.09	0.06	0.11	0.23	0.14	0.23	2.48	2.83
		1997	**0.19**	0.19	0.27	0.34	0.25	0.20	0.17	0.17	0.23	0.31	0.26	0.21		
Bienes elaborados no energéticos	*(50,35%)*	1996	0.41	0.61	0.34	0.24	0.13	0.11	0.06	0.23	0.09	0.15	0.06	0.35	1.57	1.62
		1997	**0.02**	0.03	0.11	0.17	0.12	0.11	0.12	0.14	0.19	0.23	0.19	0.19		
Servicios	*(30,64%)*	1996	0.55	0.48	0.62	0.42	0.17	0.25	0.24	0.13	0.27	0.16	-0.04	0.20	3.70	3.66
		1997	**0.59**	0.54	0.50	0.40	0.33	0.26	0.26	0.11	0.33	0.20	-0.14	0.20		
Servicios y bienes elaborados		1996	0.46	0.56	0.45	0.31	0.14	0.16	0.13	0.19	0.16	0.16	0.02	0.29	2.40	2.42
no energéticos	*(80,99%)*	1997	**0.24**	0.23	0.26	0.26	0.21	0.17	0.18	0.13	0.24	0.22	0.06	0.19		
Alimentos no elaborados	*(11,88%)*	1996	1.09	-1.58	-0.52	1.86	1.71	-1.33	0.10	0.87	0.54	-0.80	-0.06	1.35	2.10	4.46
		1997	**0.90**	-1.22	0.46	0.32	-1.04	-0.72	0.72	2.00	1.21	0.15	0.17	1.44		
Energía	*(7,12%)*	1996	1.66	-0.11	0.69	1.52	0.47	-0.85	0.30	0.33	0.73	1.38	-0.10	0.10	3.32	1.72
		1997	**-0.09**	0.20	0.25	0.25	0.25	0.20	0.10	0.10	0.10	0.15	0.10	0.10		
IPC GENERAL	*(100%)*	1996	0.62	0.27	0.35	0.56	0.34	-0.08	0.14	0.30	0.24	0.14	0.01	0.40	2.43	2.59
		1997	**0.29**	0.06	0.28	0.27	0.07	0.07	0.23	0.33	0.34	0.21	0.08	0.33		

(*) En cada concepto se pone entre paréntesis la ponderación en el IPC general.
(1) A partir de febrero de 1997 los datos son predicciones.
(2) Crecimiento del nivel medio de 1997 sobre el nivel medio de 1996.
(3) Crecimiento de diciembre de 1997 sobre diciembre de 1996.

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha de elaboración: 13 de febrero de 1997

Cuadro 3B extendido

Crecimientos mensuales del índice de precios al consumo 1997-1998 (1)

Concepto (*)		E	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Med97/ Med96(2)	Dic97/ Dic96(3)	Dic98/ Dic97(4)
Alimentos elaborados (17.48%)	1997	-0.29	-0.28	-0.18	-0.15	-0.11	-0.05	0.03	0.08	0.11	0.09	0.06	0.14			
	1998	0.49	0.25	0.17	0.11	0.08	0.08	0.12	0.15	0.19	0.18	0.18	0.20	-0.06	-0.56	2.23
Manufacturas de consumo (32.88%)	1997	0.19	0.19	0.27	0.34	0.25	0.20	0.17	0.17	0.23	0.31	0.26	0.21			
	1998	0.20	0.21	0.26	0.31	0.25	0.21	0.19	0.19	0.23	0.30	0.27	0.21	2.48	2.83	2.88
Bienes elaborados no energéticos (50,35%)	1997	0.02	0.03	0.11	0.17	0.12	0.11	0.12	0.14	0.19	0.23	0.19	0.19			
	1998	0.30	0.22	0.23	0.24	0.19	0.16	0.17	0.18	0.22	0.26	0.24	0.21	1.57	1.62	2.65
Servicios (30.64%)	1997	0.59	0.54	0.50	0.40	0.33	0.26	0.26	0.11	0.33	0.20	-0.14	0.20			
	1998	0.70	0.59	0.50	0.40	0.33	0.25	0.27	0.13	0.33	0.20	-0.15	0.19	3.70	3.66	3.80
IPSEBENE (servicios y bienes elaborados	1997	0.24	0.23	0.26	0.26	0.21	0.17	0.18	0.13	0.24	0.22	0.06	0.19			
no energéticos) (80.99%)	1998	0.46	0.37	0.34	0.30	0.25	0.20	0.21	0.16	0.26	0.24	0.08	0.20	2.40	2.42	3.11
Alimentos no elaborados (11.88%)	1997	0.90	-1.22	0.46	0.32	-1.04	-0.72	0.72	2.00	1.21	0.15	0.17	1.44			
	1998	0.41	-1.26	0.65	0.53	-0.89	-0.95	0.55	1.74	0.89	-0.15	-0.00	1.40	2.10	4.46	2.91
Energía (7.12%)	1997	-0.09	0.20	0.25	0.25	0.25	0.20	0.10	0.10	0.10	0.15	0.10	0.10			
	1998	0.20	0.20	0.20	0.20	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	3.32	1.72	2.02
IPC GENERAL (100%)	1997	0.29	0.06	0.28	0.27	0.07	0.07	0.23	0.33	0.34	0.21	0.08	0.33			
	1998	0.43	0.17	0.36	0.32	0.11	0.06	0.24	0.33	0.33	0.19	0.08	0.34	2.43	2.60	3.01

(*) *En cada concepto se pone entre paréntesis la ponderación en el IPC general.*
(1) *A partir de febrero de 1997 los datos son predicciones.*
(2) *Crecimiento del nivel medio de 1997 sobre el nivel medio de 1996.*
(3) *Crecimiento de diciembre de 1997 sobre diciembre de 1996.*
(4) *Crecimiento de diciembre de 1998 sobre diciembre de 1997.*

Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid)
Fecha de elaboración: 13 de febrero de 1997

SPANISH INFLATION REPORT

INFLATION EXPECTATIONS IN 1998-1999, FINANCIAL MARKETS AND INTEREST RATES

The aggregate CPI monthly growth rate and that of all the elements that make it up have come in January very close to what was foreseen in last month's CPI MACROECONOMIC ANALYSIS BULLETIN. Consequently, in January's figures there is no novelty of interest and they do not lead us to change inflation expectations for 1997 and 1998 with respect to last month's expectations.

Monthly CPI growth foreseen for February is 0.06% and is made up of a growth rate of 0.23% in the consumer price index for services and non-energy manufactured goods, of 0.20% in energy prices and a fall of 1.22% in prices of fresh foods.

Annual CPI growth throughout 1997 will not go above 3% and will fulfill the Bank of Spain's objective for this year. The Maastricht objective will be evaluated according to the average annual growth of the harmonised CPI rate which Eurostat will start to publish in March 1997 taking January as the first reference month. As an approximation to this index, throughout 1996 Eurostat has published the transitory CPI rates which exclude certain elements from the normal CPI rates in order to achieve a greater homogeneity between countries. Analysing the habitual and transitory CPI rates of the different European countries leads to the conclusion that the Maastricht objective does not become harder when evaluated according to the transitory CPI rates rather than according to the habitual CPI rates. On the other hand it is foreseeable that the countries with the lowest average inflation in 1997 will be Sweden (1.2%), Luxembourg (1.4%) and France (1.6%) and that, in such a case, the criteria for convergence would be that inflation should not go over 2.9%.

The harmonised Spanish CPI rate will be made up starting with the habitual CPI rate and then eliminating certain prices from it. These will be some of those taken out in order to make the transitory CPI but not necessarily all of them. Of all the prices which are candidates to be eliminated those referring to car insurance are foreseen to maintain variation rates lower than those of the CPI but concerning the rest it is foreseen that they will evolve with similar or higher rates. In conclusion, it is not foreseeable that measuring the fulfillment of the Maastricht objective via the harmonised CPI rate will act against the Spanish cause. The average annual harmonised CPI rate for 1997 can be seen to settle

around 2.3%, with which it is highly probable that the Maastricht objective will be fulfilled.

The above predictions do not adequately reflect the evolution of Spanish inflation since the CPI will reach rates close to 2% at the beginning of the summer of 1997 and will tend towards 2.6% in December and 3% on average in 1998. This fluctuating pattern of behaviour of the CPI rate is closely related to the outline foreseen for fresh food, oil and energy prices. In the same way, the evolution towards 3% in 1998 is determined principally by two factors. One is the fact that service prices are tending to stabilise at around 3.6% to 3.8%, the range in which their current annual rate is to be found. The other factor is that which refers to the evolution of manufacturing prices which will foreseeably fluctuate betweeen 2.3% in the first half of 1997 and 2.85% on average in 1998. This price evolution is compatible with a recovery of private consumption which is estimated in this report to go from a growth rate of 1.9% (in definitive figures, not necessarily in the provisional ones which will be published in March) in 1996 to one of 2.6% and 3% in 1997 and 1998, respectively.

Should the above-mentioned predictions come true, this would imply that in 1998 the Bank of Spain's objective (2%) would not be fulfilled and there would be no convergence with the majority of the European countries (1.9% - 2.5%), but such spanish inflation rate would be similar to that of the US (see graph on the cover) and a little below that of the United Kingdom.

In view of this scenario, the Bank of Spain will tend to maintain its interest rate differential with the Bundesbank. Nonetheless, the current predictions for 1998 are compatible with a convergence with Europe below 2.5% in 1999 and if the financial markets were to take this on board they would not overly penalize the prospects described for 1998. In this framework there could be a repeat of some or other episode of tension towards an appreciation of the peseta which would make the Bank of Spain decide on a small reduction (25 basic points) in interest rates. Given that the consequences of not fulfilling the 1998 objective are less inauspicious than of not fulfilling 1997's, the issuing bank would take on a greater risk and would make, in said conditions on the exchange markets, such a reduction (in interest rates). But in the absence of exchange pressures the Bank of Spain has already shown its firm decision to risk the fulfillment of 1998's stated objective as little as possible.

Table 1

ANNUAL RATES OF GROWTH ON CPI AND CPISNEMG (1)

	Rate	J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	Averg96/ Averg95(3)	Averg97/ Averg96(4)	Averg98/ Averg97(5
CPISNEMG (80.99%)	1996	4.27	4.23	4.20	3.91	3.74	3.61	3.54	3.58	3.41	3.18	3.08	3.04	3.64	2.40	2.96
	1997	2.82	2.48	2.29	2.24	2.31	2.31	2.36	2.29	2.38	2.45	2.48	2.42			
	1998	2.64	2.78	2.86	2.90	2.94	2.97	3.01	3.04	3.06	3.07	3.10	3.11			
CP (100%)	1996	3.88	3.66	3.42	3.46	3.78	3.59	3.72	3.71	3.56	3.51	3.24	3.21	3.56	2.43	2.97
	1997	2.88	2.67	2.59	2.29	2.01	2.16	2.26	2.31	2.41	2.49	2.56	2.59			
	1998	2.74	2.85	2.93	2.99	3.03	3.02	3.04	3.04	3.02	3.00	3.00	3.01			

(1) From February 1997 the figures are forecasted values; (2) Consumer price index of services and non-energy manufactured goods.

Source: INE
Date: 13 th February 1997

IPC

Table 2

MONTHLY RATES OF GROWTH ON CPI AND CPISENMG [1]

		J	F	M	A	M	J	J	A	S	O	N	D	D96 D95(2)	D97 D96(3)	D98 D97(4)
CPISNEMG (88.99%)	1996	0.46	0.56	0.45	0.31	0.14	0.16	0.13	0.19	0.16	0.16	0.02	0.26	3.04	2.42	3.11
	1997	0.24	0.23	0.26	0.26	0.21	0.17	0.18	0.13	0.24	0.22	0.06	0.19			
	1998	0.46	0.37	0.34	0.30	0.25	0.20	0.21	0.16	0.26	0.24	0.08	0.20			
CPI (100%)	1996	0.62	0.27	0.36	0.57	0.34	-0.08	0.14	0.28	0.24	0.14	0.01	0.30	3.21	2.60	3.01
	1997	0.29	0.06	0.28	0.27	0.07	0.07	0.23	0.33	0.34	0.21	0.08	0.33			
	1998	0.43	0.17	0.36	0.32	0.11	0.06	0.24	0.33	0.33	0.19	0.08	0.34			

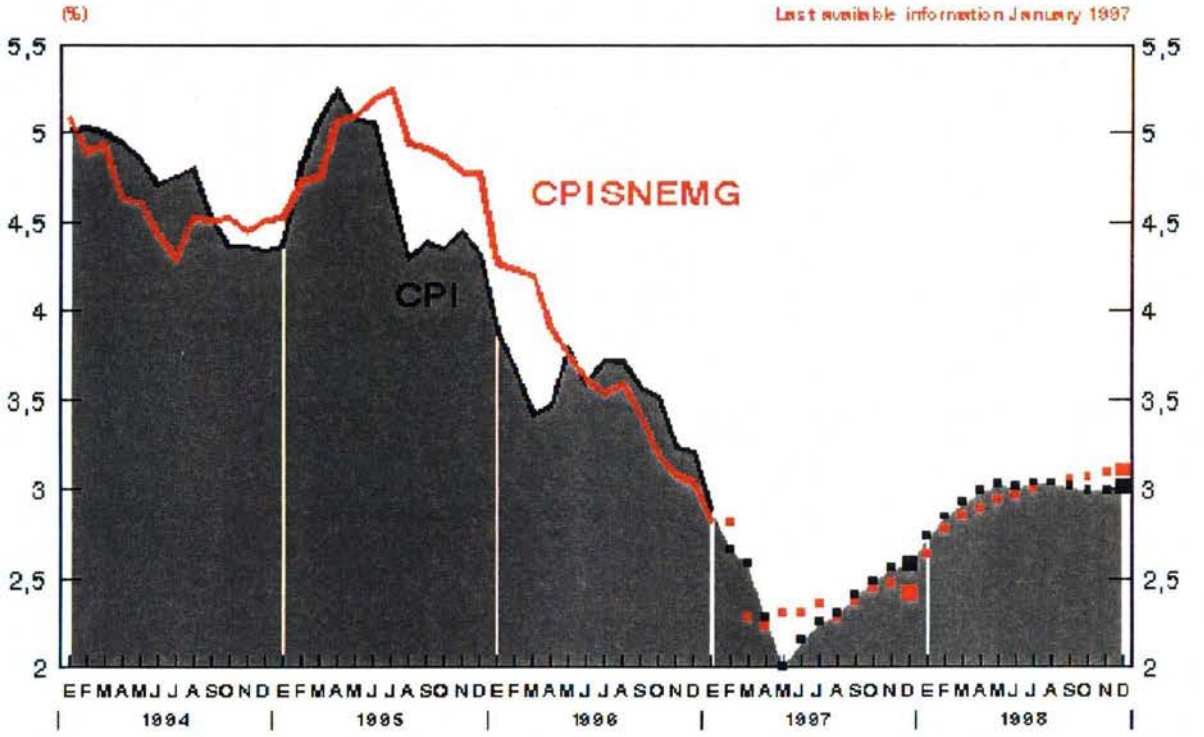
(1) From February 1997 the figures are forecasted values; (2) Consumer price index of services and non-energy manufactured goods.

Source: INE
Date: 13th February 1997

IPC

Price Consumer Index (CPI) and Services and Non-energy Manufactured Goods Index (CPISNEMG)

Annual Growth Rate



Source: INE and Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico
Date: 13th February 1997

TEMA A DEBATE[1]

PONENCIA

EL AÑO 1997 DESDE LA PERSPECTIVA FINANCIERA

Blas Calzada
Director del Servicio de Estudios de la Sociedad Bolsa de Valores de Madrid

Resumen

En la situación actual no parece que haya factores negativos, al menos perdurables a la vista, pero sólo si los beneficios crecen a más alto ritmo del previsto en la actualidad (un 10%) los precios subirían drásticamente. Subidas del tipo de interés ocasionales puede haber pero en la perspectiva actual serán poco duraderas y tendrán un impacto sobre la bolsa sólo temporal. El nuevo dinero que espera invertirse en Bolsa hará de un beneficioso suelo para las cotizaciones, pero no las va a enloquecer .

Si 1988 fue un año importante para los mercados financieros españoles, el año 1996 lo ha sido tanto o más.

En el ya lejano año que España y su peseta pasaron a formar parte del SISTEMA MONETARIO EUROPEO o serpiente monetaria el mercado de capitales español experimentó una gran afluencia de fondos que llegaron desde el exterior en razón de la limitación del riesgo de cambio que significaba la inclusión de la peseta en el Sistema Monetario Europeo. De hecho desde ese momento el mercado español dejó de ser un mercado exótico y se pudo colocar Deuda Pública en pesetas entre emisores extranjeros que al mismo tiempo comenzaron a comprar acciones en bolsa en cantidades considerables, hasta el punto de que, en la actualidad, más de un tercio del valor de capitalización de la Bolsa están en poder de los no residentes.

---

1 *En esta sección el consejo editorial del BOLETÍN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO invita a cuantos profesionales lo consideren oportuno a participar exponiendo sus reflexiones sobre temas económicos, en el sentido más amplio, que sean de especial interés actual. Los artículos publicados en esta sección reflejan exclusivamente las ideas de sus autores y no están vinculados a la orientación editorial de esta publicación.*

En 1996 se ha producido:
1. la homologación de la economía española con las europeas.
2. un aumento del ahorro de las familias.

En 1996 la homologación de la economía española con las europeas ha sido total en función de una gran probabilidad de integrarse en la construcción del EURO desde el primer momento. La bajada de tipos de interés ha sido extraordinaria, ya que diferenciales importantes con los tipos de interés de las principales monedas europeas carecía ya de justificación.

Este descenso de tipos de interés ha coincidido con un espectacular aumento del ahorro de las familias que se dedica directa o indirectamente a la adquisición de activos financieros de mercado, fundamentalmente Repos de Deuda, Deuda y Obligaciones Privadas y acciones.

El activo financiero de las familias que era un 10% superior al PIB en 1986, ha sido en 1996, según mis estimaciones, el 33% superior al PIB. Al mismo tiempo esta masa de activos financieros que comprende desde los billetes a las reservas matemáticas de las pólizas de seguros de vida se ha desplazado seriamente desde los depósitos hacía las participaciones en todo tipo de fondos y pólizas de seguros. En 1986 del total de activos el 55% eran depósitos y en 1996 es sólo el 44%. Los depósitos de ahorro y a plazo que es la parte del ahorro confiado a las entidades de crédito, ha descendido porcentualmente del 47,7 de los activos, al 37,2 en 1996.

Los hechos anteriores han sido las principales causas de:
(a) la bajada de los tipos de interés
(b) del comienzo del desplazamiento de recursos desde su colocación en renta fija hacia renta variable.

En resumen, del total de los cerca de 100 billones que componen el activo financiero de las familias, aproximadamente la mitad se están invirtiendo a través de instituciones o directamente en valores de todo tipo. La misma existencia de esta masa de ahorro más la homologación de la economía española a las europeas han sido la causa de la bajada de los tipos de interés y el comienzo del desplazamiento de esa masa de recursos de su colocación actual en renta fija, hacia la renta variable.

Las perspectivas de la Bolsa para 1997 dependen:
1. de los nuevos flujos de fondos.
2. de la evolución futura de los tipos de interés.
3. de la evolución futura de los beneficios de las empresas.

Sobre estas bases analizaremos las perspectivas de 1997 en tres sectores que me parecen relevantes: los nuevos flujos de fondos que pueden dedicarse a la compra de acciones, la evolución futura de los tipos de interés y la evolución futura de los beneficios de las empresas cotizadas.

Tanto un mayor descenso de tipos como los beneficios de las empresas a lo largo de 1997, están relacionados con la evolución de la coyuntura interior y de la Unión Europea. Efectivamente, dado el grado de ajuste de los costes que se ha producido en las empresas españolas un crecimiento de las ventas sería extraordinariamente beneficioso para el crecimiento de los resultados y ese crecimiento debería venir por el aumento de las exportaciones y del consumo interior, ambos aumentos de demanda podrían conducir, además, a una nueva ampliación de la demanda de inversión y, por tanto, un nuevo incremento de la demanda global.

La evolución de los tipos de interés y de los beneficios dependen de la coyuntura económica nacional y europea. En ella el proceso del crecimiento económico se está dando pero no va a ser muy rápido.

El proceso es virtuoso y los primeros pasos se han dado en la dirección correcta al aumentar las exportaciones más de lo previsto y cuando se notan algunos signos positivos en la demanda de consumo privado, de todas maneras no será un proceso muy rápido ya que la demanda del exterior, fundamentalmente europea, no va a crecer muy rápidamente, como sería de desear.

En todo caso, un crecimiento de los beneficios alentador, cuando se sepan los resultados al final de 1996, hará pensar en una mejora, siquiera lenta, en 1997 con buenas expectativas para el año 1998. Si eso sucediese la respuesta de la bolsa sería bastante positiva y desde luego no es impensable que así suceda.

No es imposible que el tipo de interés a largo plazo descienda algo, pero no es de esperar un gran impulso de las cotizaciones de bolsa por nuevas bajadas de los tipos de interés.

Es evidente, que el tipo de interés no puede descender tanto como lo hizo en 1996 y probablemente tampoco sería deseable que así lo hiciese. El nivel actual del tipo a largo plazo es aproximadamente la suma de la inflación y del crecimiento del PIB en términos reales y, aunque no es imposible que descienda algo, el que lo haga de manera

importante sería un síntoma de estancamiento, incluso de recesión de la economía, sin duda ninguna.

Pero además de estas consideraciones hay que tener en cuenta los problemas que pueden derivarse del tortuoso camino hacia el EURO. Es un lugar común entre los que intervienen en los mercados financieros que una desviación en las previsiones de convergencia sería duramente castigada en los mercados de divisas de tipos de interés y bursátiles. Y como todos los lugares comunes tienen un porcentaje elevado de falta de análisis. Y en estos días pasados hemos tenido la prueba.

Los gobiernos de los países del Norte de Europa piensan que es poco vendible a sus ciudadanos que el EURO es tan sólido como sus monedas cuando intervengan en su nacimiento países tradicionalmente despilfarradores e inflacionistas como son los mediterráneos. Esta opinión que en otros momentos habría conmovido a los mercados apenas ha tenido repercusión, aunque no cabe duda, que supone un riesgo añadido a la posibilidad de estar en el primer grupo de países del EURO.

En la otra dirección, la menor demanda de financiación del Estado y el crecimiento del ahorro interno hace mucho menos vulnerable el tipo de interés a las opiniones de fuera de nuestra frontera.

Sin embargo, el saneamiento de las finanzas públicas continuará, o al menos eso se espera, tanto en el caso de accesión desde el primer momento como si no, y además, la menor demanda de financiación del Estado y el crecimiento del ahorro interno hace mucho menos vulnerable el tipo de interés a las opiniones de fuera de nuestras fronteras.

En todo caso sobresaltos se pueden esperar, y desde luego lo que no es de esperar, es un gran impulso a las cotizaciones de Bolsa por nuevas rebajas de los tipos de interés.

Con la afluencia de nuevos fondos habrá cierta tensión en los mercados, pero las privatizaciones previstas y la mayor profesionalidad de los agentes no dejarán disparse los precios por encima de lo razonable.

El tercer factor, la afluencia de dinero al mercado es uno que se tiene muy en cuenta en los mercados emergentes. En ese caso porque el dinero viene del exterior y cuando se quieren concretar beneficios surgen bolsa española es mucho más positiva; es verdad que habrá una cierta tensión que impedirá que los precios bajen en circunstancias en las que otras veces habrían bajado (por ejemplo cuando no hay noticias los valores tienden a bajar) pero hay un factor positivo en el papel que va a aparecer en el mercado a raíz de las privatizaciones previstas y sobre todo porque los precios del mercado

bursátil están cada vez más influidos por profesionales que no dejarán dispararse los precios por encima de lo razonable.

CONCLUSIÓN: En la situación actual, pues, no parece que haya factores negativos, al menos perdurables a la vista, pero sólo si los beneficios crecen a más alto ritmo del previsto en la actualidad (un 10%) los precios subirían drásticamente. Subidas del tipo de interés ocasionales puede haber pero en la perspectiva actual serán poco duraderas y tendrán un impacto sobre la bolsa sólo temporal. El nuevo dinero que espera invertirse en Bolsa hará de un beneficioso suelo para las cotizaciones, pero no las va a enloquecer .

Madrid, 10 de febrero de 1997

TRABAJOS DE INVESTIGACIÓN DE INTERÉS PARA
LOS ANALISTAS DE LA COYUNTURA ECONÓMICA

A PROCEDURE FOR ROBUST ESTIMATION AND DIAGNOSTICS IN REGRESSION

Daniel Peña y Victor Yohai

Universidad Carlos III de Madrid y Universidad de Buenos Aires
Working Paper 96-48(19)

La detección de observaciones atípicas es un parte esencial de cualquier análisis de datos. Típicamente los datos económicos presentan heterogeneidad que si no se tiene en cuenta puede confundir radicalmente los resultados del análisis. Este trabajo presenta un nuevo procedimiento para identificar grupos de observaciones heterogéneas o atípicas y estimar los parámetros de un modelo de regresión evitando los sesgos que estos datos pueden producir. El procedimiento es una alternativa a los métodos robustos de estimación de ecuaciones de regresión existentes como LMS (least mediam of squares) y parece funcionar mejor que cualquiera de los métodos existentes hasta el momento.

El método puede aplicarse con un gran número de variables independientes cuando los métodos existentes basados en remuestreo no son aplicables. También puede aplicarse dentro de cualquier otro método de estimación robusta para mejorarlo con bajo coste computacional. El procedimiento minimiza una escala robusta sobre un conjunto de vectores de parámetros. Cada vector de parámetros se obtiene por mínimos cuadrados después de eliminar un conjunto de datos potencialmente atípicos. Estos datos atípicos se obtiene a partir de un análisis de componentes principales sobre una matriz que refleja la dependencia entre las estimaciones de los puntos de la muestra. La potencia del método se ha investigado en ejemplos y simulaciones.

ENDOGENOUS WAGE-BARGAINING INSTITUTIONS IN OLIGOPOLISTICS INDUSTRIES

Petrakis E. y M. Vlassis

Universidad Carlos III de Madrid, WP 96-28

Este trabajo desarrolla un marco de formación endógena de instituciones de negociación salarial concernientes al nivel, o los niveles, al que los sindicatos y las empresas negocian en industrias con poder de mercado. Se demuestra, primero, el papel estratégico del salario mínimo. Las empresas eficientes tienen interés de imponer un salario mínimo sectorial relativamente alto a sus competidoras con tecnologías menos eficientes porque así son capaces de aumentar su cuota de mercado y sus beneficios, a pesar que ellas mismas pagan este salario mínimo.

Se demuestra, luego, que los factores económicos, tales como las asimetrías en la eficiencia productiva y el poder de negociación entre empresas, son los que provocan el surgimiento de varios grados de centralización de las negociaciones salariales. Típicamente, una coalición mayoritaria que incluye a las empresas con tecnologías eficientes y a todos los sindicatos es capaz de establecer una etapa adicional de negociaciones salariales en el nivel sectorial. Dicha coalición establece negociaciones sobre el salario mínimo que resulta obligatorio para todos los trabajadores en la industria. Si, para un nivel de poder de negociación dado, las diferencias tecnológicas de las empresas son suficientemente altas, las negociaciones se realizan también a nivel de la empresa. El último es el caso de descentralización parcial de negociaciones salariales. De otro modo, el salario mínimo negociado que se alcanza a nivel sectorial es simplemente confirmado por las empresas y sus propios sindicatos. El último es un caso de centralización de negociaciones completa. Sin embargo, si las asimetrías tecnológicas y de poder de negociación están mutuamente canceladas, las negociaciones salariales se realizan sólo a nivel de la empresa y así las negociaciones salariales son completamente descentralizadas.

TRABAJOS DE INVESTIGACIÓN DE INTERÉS PARA LOS ANALISTAS DE LA COYUNTURA ECONÓMICA APARECIDOS EN BOLETINES ANTERIORES

* Moreno, M. y J. I. Peña (1996). "On the Term Structure of Interbank Interest Rates: Jump-diffusion Processes and Option Pricing". Forecasting Financial Markets: Exchange Rates, Interest Rates and Asset Management. Edited by C. Dunis, pp 159-180. John Wiley & Sons. (Boletín nº 26).

* Gonzalo. J. y Tae-Hwy Lee, "No lack of relative power of the d-f tests for unit roots". (Publicado en el Journal of Time Series vol 17, January 1996 (37-47). Universidad Carlos III de Madrid, WP 95-39 (11)).(Boletín nº 26).

* Aparicio F. y J. Estrada, "Empirical distributions of stock returns: scandinavian securities markets", 1990-95 (Universidad Carlos III, WP 96-58 (25)) (Boletín nº 27).

* Cardone, C. "A Single European Union Deposit Insurance Scheme?: An overview", (Universidad Carlos III de Madrid, WP 96-03; Business Economics Series 03) (Boletín nº 27).

* Alonso- Borrego, C. "Demand for labour inputs and adjusted costs: evidence from spanish manufacturing firms", (Universidad Carlos III, WP 96-28 (25) (Boletín nº 28).

* Alonso, O. "Configuration of cities: the effects of congestion cost and goverment", (Universidad Carlos III de Madrid, WP 96-17(09) (Boletín nº 28).

* Peña, D. "Measuring service quality by linear indicators", (Universidad Carlos III de Madrid, WP 96-48(1) (Boletín nº 28).

Temas tratados en números anteriores del BOLETIN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO:

- Importancia de la composición del crecimiento mensual del IPC. (nº 8, pgs. 8-10).
- Evolución de las perspectivas inflacionistas para 1995 estimadas y la política de tipos de interés seguida por el Banco de España. (nº 10, pgs. 16-20).
- Expectativas de inflación y tipos de interés. (nº 11, pgs. 7-11).
- Política monetaria e inflación: predicciones macroeconómicas globales y predicciones condicionales de inflación (nº 12, pgs. 9-14).
- La función de reacción del Banco de España (nº 16, pgs. 10 a 15).
- El nuevo índice de precios al consumo transitorio (IPCT) (nº 17, pgs. 18-20).
- Los componentes cíclicos del IPC y un indicador de inflación tendencial (nº 18, pgs. 25-26).
- La política económica ante la inflación, el crecimiento económico y el paro (nº 19, pgs. 25-29).
- La necesidad de una política económica global para luchar contra la inflación (nº 20, pgs. 14-19).
- Un análisis desglosado de los precios de los servicios y consideraciones sobre la dependencia de los precios de las manufacturas con el tipo de cambio (nº 22, pgs. 17-21).
- Inflación y políticas económicas a corto plazo integradas en planes consensuados de acción a medio plazo (nº 22, pgs. 17-21).
- Inflación, política económica y pacto social (nº 23, pgs. 12-13)
- El objetivo de inflación del Banco de España para 1998 y 1999 (nº 25, pgs. 12-15)
- El presupuesto de 1997; el reto del rigor de los procedimientos presupuestarios de control de gasto para ganar credibilidad (nº 25, pgs. 15-21)
- Los IPC transitorios y los IPC armonizados en España y en Europa (nº26, pgs. 10-17, 20-21).
- Objetivos y problemas en la inflación española durante el trienio 97-99 (nº 26, pgs. 17-20).
- La difícil solución del déficit de sanidad (nº 28, pgs. 16-20).
- Política monetaria y expectativas de inflación en España y Europa (nº 28, pgs. 10-15).

Selección de Temas a Debate aparecidos en números anteriores del BOLETIN IPC DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO:

- Barea, J., "Plan de convergencia en cuanto a déficit público y la necesidad de reformas estructurales". (nº 15, pgs. 30-33).
- Rubio, G., "¿Es siempre lo más caro lo mejor?. Los fondos de pensión y las comisiones de gestión y depósito". (nº 17, pgs. 25-29).
- Pastor, A., "Inflación y medidas estructurales". (nº 18, pgs. 25-26).
- Herce, J.A., "Gasto en pensiones y convergencia en déficit". (nº 19, pgs. 28-30).
- Albi, E., "Financiación autonómica". (nº 20, pgs. 28-31).
- Parejo, L., "La economía y el futuro del Estado". (nº 21, pgs. 26-32).
- Jimenez, S., "Hacia dos décadas de negociación colectiva: antecedentes, estado y perspectivas". (nº 22, pgs. 29-32).
- Betancourt, A., "La independencia del Banco de España". (nº 24, pgs. 27-36).
- Ontiveros, E., "Privatizaciones y sistema bancario".(nº 25, pgs. 31-33)
- Maroto, J.A,, "Diagnóstico de las empresas españolas: ¿están todas las que son?". (nº 26, pgs. 37-42)
- Ferreira, J.L e Herguera, "El precio de la electricidad y la liberalización del sector eléctrico"; Contestan: J. Fabra, J. Herrero, L. Rodriguez - Romero y E. Zurutuza (nº 27, pgs. 36-66).
- Freixas, X., "Los límites de la competencia de la banca española"; Contestan: J. Faus, J. Gual y J. Hay. (nº 28, pgs. 39 -61)

Otras publicaciones sobre la inflación realizadas por el "LABORATORIO DE PREDICCIÓN Y ANÁLISIS MACROECONÓMICO" de la Universidad Carlos III de Madrid:

- Espasa, A. y Lorenzo, F. (1995a), "Una propuesta de análisis desagregado de la inflación a través de indicadores adelantados", ***Papeles de Economía Española***, 62, pgs. 308-320.
- Espasa, A., Lorenzo, F. y Escribano, C. (1995), "La predicción de la inflación como base para un diagnóstico actualizado. Un análisis sobre la inflación española", ***Revista del Instituto de Estudios Economicos***, nº 1 y 2: El problema de la inflación en España, pgs. 331-366.

Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico. Instituto Flores de Lemus.
Universidad Carlos III de Madrid